

Drittes Quartal 2018

Kernaussagen

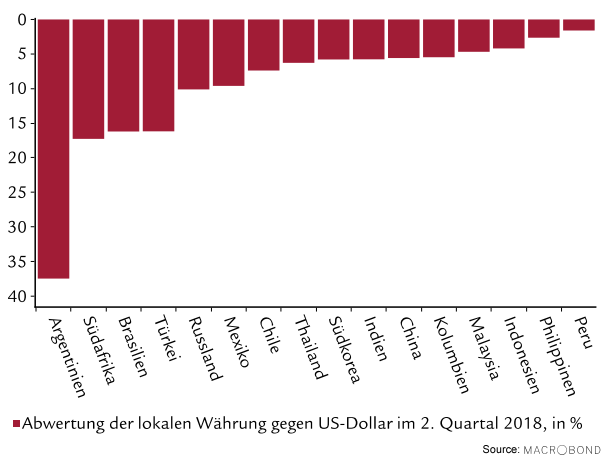
- Schwellenländer-Anlagen haben stark gelitten – trotz robusteren makroökonomischen Daten
- Im Falle eines regelrechten US-China Handelskriegs würden alle Schwellenländer leiden
- China: Mildere Politikmassnahmen auf dem Weg zur Finanzstabilität – Aussichten trüben sich ein

Die Zahl

70%

Mit dem Programm “Made in China 2025“ soll China weniger abhängig von ausländischer Technologie werden und die heimische Innovation soll gefördert werden. Im Rahmen dieser Industriepolitik soll der inländische Marktanteil für gewisse Schlüsselindustrien erhöht werden. Für Industrieroboter soll bis 2025 das halboffizielle Ziel von 70% erreicht werden. Die USA lehnen dieses Programm fundamental ab, da es ihre wirtschaftliche und militärische Vormachtstellung bedroht. Folglich dürften die Spannungen zwischen den USA und China noch lange anhalten.

Die Grafik



Die Währungen der Schwellenländer haben im zweiten Quartal gegenüber dem US-Dollar an Wert verloren. Während alle Hauptwährungen gefallen sind, lässt sich das Ausmass des Rückgangs mit ökonomischen Ungleichgewichten und politischen Risiken erklären. Argentinien und die Türkei haben zweistellige Inflationsraten und hohe Leistungsbilanzdefizite. Südafrika leidet unter einer langanhaltenden Wachstumsschwäche und einem hohen Haushaltsdefizit. In Brasilien und Mexiko stehen wegweisende Wahlen an. In beiden Ländern erzielen populistische Kandidaten die höchsten Umfragewerte. Der russische Rubel wertete nach der Auferlegung der US-Sanktionen ab.

Ein gewitterreicher Frühling

Das globale Umfeld für Emerging Markets wurde in den letzten Wochen und Monaten garstiger: die US-Zinsen sind gestiegen, der Dollar wurde stärker und der Risikoappetit ist gefallen. Letzterer hat aufgrund der US-Handelspolitik, der politischen Unsicherheiten in Europa und der Wachstumsverlangsamung der Industrieländer abgenommen. Emerging Markets Anlagen verzeichneten Verluste: Die Währungen werteten ab, die Risikoprämien schossen in die Höhe und die Aktienkurse fielen. Es gibt eine klare Differenzierung zwischen den Ländern. Jene mit hohen ökonomischen Ungleichgewichten oder politischen Risiken (wie die Türkei oder Brasilien) kamen deutlich unter Druck. Robustere Länder (wie Peru) haben weniger gelitten. Sind die Volkswirtschaften der Schwellenländer robust genug, um in diesem schwierigen Umfeld zu bestehen?

Die Fundamentaldaten sind gut genug

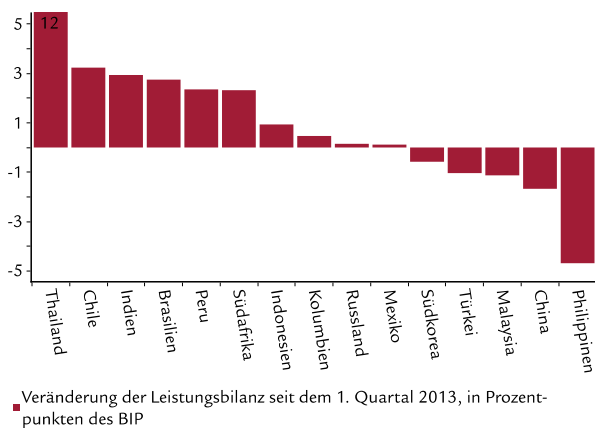
Die wirtschaftliche Verfassung der Emerging Markets hat sich in den letzten fünf Jahren klar verbessert. Im Jahr 2013, als Investoren sich um eine straffere Geldpolitik in den USA sorgten, rückten die ökonomischen Ungleichgewichte der Emerging Markets ins Zentrum des Interesses. Heute sind die Leistungsbilanzen, Inflationsraten und Devisenbewertungen von Schwellenländern deutlich vorteilhafter als vor fünf Jahren (siehe Grafik 1 und 2). Zudem hat sich die BIP-Wachstumsrate von der Schwächephase erholt und auf einem soliden Niveau stabilisiert. Wir gehen davon aus, dass das Wachstum bis Jahresende bei etwa 5.5% bleibt. Dieses

bessere fundamentale Bild hat geholfen, die Schwierigkeiten zu bewältigen. Es konnte die Schwellenländer jedoch bei weitem nicht von dem widrigen Marktumfeld abschirmen. Es haben sich in den letzten Jahren aber nicht alle Bereiche der Volkswirtschaften der aufstrebenden Welt verbessert. Die Haushaltsdefizite sind in vielen Ländern hoch, zum Beispiel in Brasilien, Indien oder Südafrika. Die private Verschuldung ist seit der Finanzkrise stark angestiegen. Seit 2016 ist viel Kapital in die Emerging Markets geflossen. Dies birgt das Risiko einer Umkehrung der Kapitalströme. Aus unserer Sicht, sind die Fundamentaldaten jedoch gut genug, so dass keine flächendeckende und langanhaltende Kapitalflucht in Gang gesetzt werden sollte. Wir sind allerdings der Meinung, dass die Widerstandsfähigkeit der Volkswirtschaften der aufstrebenden Länder einen Wendepunkt erreicht hat: Erstens dürften sich die Leistungsbilanzen nicht weiter verbessern. Die Defizite gingen hauptsächlich aufgrund tieferer Importe zurück – eine schmerzhaft Konsequenz der Wachstumsschwäche und des Währungszerfalls. In einigen Ländern haben sich die Defizite bereits wieder ausgeweitet, insbesondere in rohstoffimportierenden Nationen wie der Türkei, Indien oder Indonesien. Zweitens dürfte sich die Inflationsrate der Schwellenländer von den derzeitigen tiefen Niveaus lösen. Mit den schwächeren Devisen steigen die Importpreise.

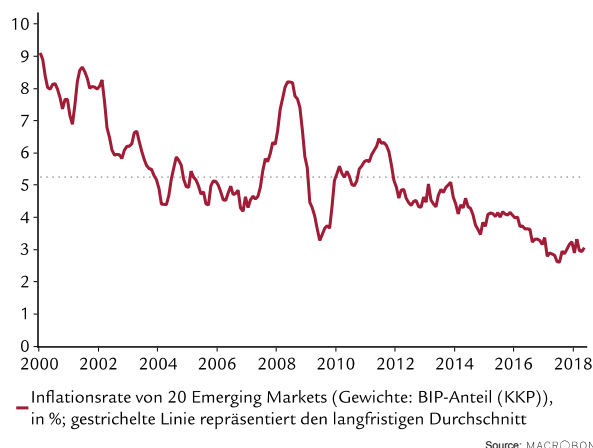
Kurswechsel bei Zentralbanken

Einige Zentralbanken haben bereits auf die Abwertungswelle reagiert. In der Türkei, Mexiko, Indien und Indonesien gab es Leitzinserhöhungen, um die Währung zu verteidigen und dem Inflationsdruck entgegenzuhalten. Damit endet die Phase der geldpoliti-

Grafik 1: Leistungsbilanzen haben sich seit 2013 deutlich verbessert



Grafik 2: Inflationsrate der Emerging Markets hat sich stark verringert

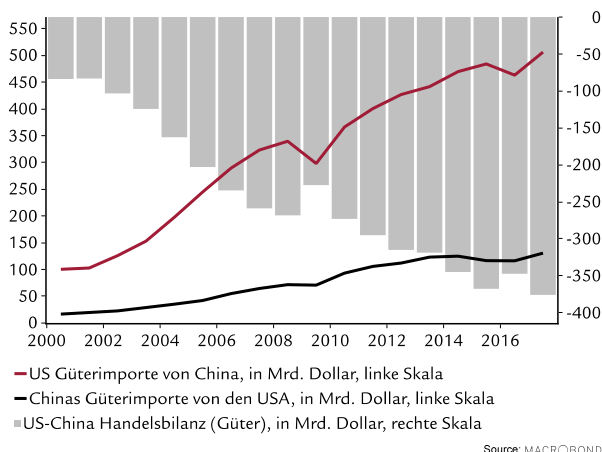


schen Lockerung, die Mitte 2016 eingesetzt hat. Die Zentralbankpolitik ist eine weitere Verbesserung im Vergleich zu 2013. Schwellenländer verfolgen eine orthodoxere Geldpolitik. Russland hat in 2014 ein flexibles Wechselkursregime eingeführt und die Zentralbank Indiens verfolgt seit 2016 ein Inflationsziel.

Handelsdisput verschärft sich

Die USA haben ihre Haltung in Sachen Handelspolitik deutlich verschärft. Sie haben multilaterale Zölle auf Stahl und Aluminium eingeführt, auf welche Vergeltungsmassnahmen von der EU, Kanada und Mexiko folgten. Gleichzeitig verschärfte sich der bilaterale Handelsdisput zwischen den USA und China. Da China aus Sicht der USA Eigentumsrechte verletzt, hat die Trump-Administration angekündigt, zusätzliche Zölle von 25% auf chinesische Importe im Volumen von 50 Mrd. Dollar zu erheben. In einem ersten Schritt werden ab dem 6. Juli Importe im Volumen von 34 Mrd. Dollar betroffen sein. Die Produkte der verbleibenden 16 Mrd. werden derzeit geprüft. China reagierte sofort: Das Reich der Mitte wird Zölle „im selben Ausmass und in derselben Intensität“ erheben. Die USA drohte an, weitere Zölle von 10% auf chinesische Importe im Volumen von 200 Mrd. Dollar zu erheben, falls China Zölle auf US-Importe erhebt. Im Falle einer erneuten Gegenmassnahme Chinas, würden die USA sogar weitere 200 Mrd. in Betracht ziehen. Die Einführung der Zölle am 6. Juli ist sehr wahrscheinlich. Die Anreize danach nochmals Verhandlungen aufzunehmen sind gross: Donald Trump hat dann bereits ein Wahlversprechen eingelöst. Zölle auf weitere Produkte würden wohl auch Konsumgüter betreffen. Teurere Fernseher sind ein schlechtes Wahlprogramm für die

Grafik 3: Da die USA mehr von China importieren, können sie mehr Zölle erheben

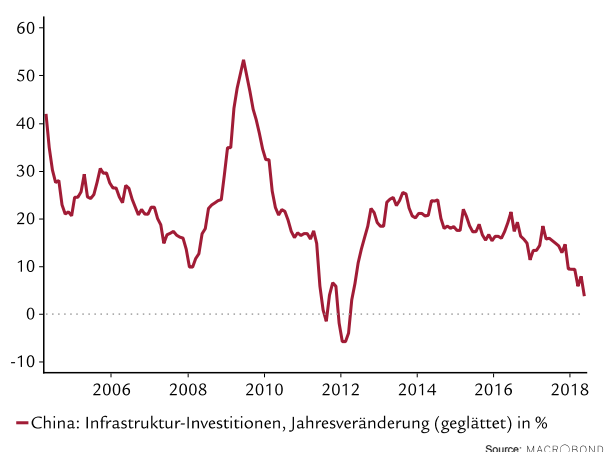


Zwischenwahlen im November. Zudem ist die amerikanische Unternehmenswelt gegen Zölle. Es besteht jedoch ein reales Risiko, dass der Konflikt weiter eskaliert. China hat abgesehen von Zöllen ein breites Arsenal an Instrumenten zur Verfügung. Die bedrohlichsten Massnahmen sind der Verkauf von US-Staatsanleihen und die Abwertung des Yuan. Diese dürfte China jedoch erst dann gebrauchen, wenn alle anderen Möglichkeiten komplett ausgeschöpft sind, denn sie implizieren auch für das Reich der Mitte hohe Kosten.

Justierung der Politik in China

Im Herbst 2017 hat Chinas Regierung zwei langfristige Wirtschaftsziele definiert: Finanzstabilität und eine graduelle Neuausrichtung auf ein qualitatives Wachstum. Die Implementierung der entsprechenden Politikmassnahmen erhöhen die Widerstandsfähigkeit des Wirtschaftsmodells. Sie bringen aber auch Kosten mit sich: Tieferes Wirtschaftswachstum. Da die Dynamik so oder so bald nachlassen dürfte und da sich die Aussichten aufgrund des Handelsdisputs eintrüben, hat die Regierung eine Feinjustierung der Wirtschaftspolitik eingeleitet. Es gab bereits gewisse Lockerungsmassnahmen zur Unterstützung der Wirtschaft. Wie hoch werden die Kosten des Handelsdisputs ausfallen? Der direkte Einfluss auf das BIP-Wachstum und die Inflation der Zölle auf Importe im Volumen von 50 Mrd. Dollar ist moderat. Die Unsicherheit drückt jedoch auf die Zuversicht. Sollte die USA Zölle auf weitere 200 Mrd. USD erheben, könnte das BIP-Wachstum um etwa einen halben Prozentpunkt fallen. Da China eine wichtige Exportdestination für viele andere aufstrebende Länder ist, würde dies das Vertrauen und die Dynamik in zahlreichen Ländern (v.a. Asien) gefährden.


Grafik 4: Chinas Politikmassnahmen zur Verbesserung der Finanzstabilität hinterlassen Spuren



Economic Research




Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch

 @MarcBruetsch




Claudia Bernasconi
Senior Economist
Emerging Markets
claudia.bernasconi@swisslife.ch

 @BernasconiCla




Sylvia Walter
Senior Economist
sylvia.walter@swisslife.ch

 @SylviaWalter13



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife.ch

 @f_boucard

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

Senden Sie eine E-Mail an: info@swisslife-am.com.

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: www.swisslife-am.com/research



Erstellt und verabschiedet durch das Economics Department 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 worden sind. Wir stützen uns in der Erstellung unserer Prognosen auf Quellen, welche wir für vertrauenswürdig halten, lehnen jedoch jede Garantie 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 Management (France), 7 rue Belgrand, F-92682 Levallois-Perret cedex und Swiss Life Real Estate Management, 153 rue Saint Honoré, F-75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln und Swiss Life Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Mayfair Capital Investment Management Ltd., 2 Cavendish Square, London W1G 0PU. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich.