

Volkswirtschaftsmonitor Q3/2021

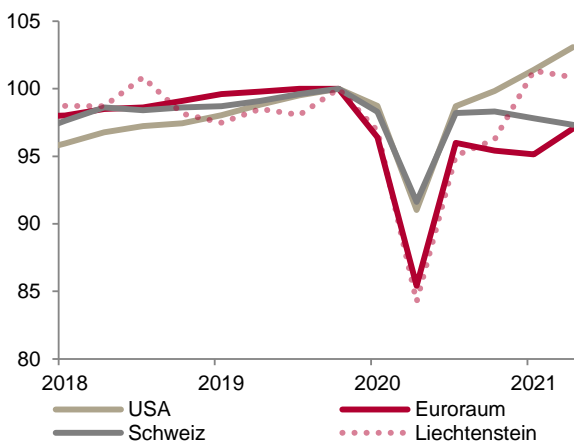
Realwirtschaftliche Erholung schwächt sich etwas ab, Inflationsdruck in den USA – Liechtensteins Finanzsektor bleibt auf Wachstumskurs

Die globale Wirtschaft hat sich seit dem Anlaufen der Impfprogramme und den damit verbundenen Öffnungsschritten seit Jahresbeginn deutlich erholt. Zuletzt hat sich der Aufschwung jedoch aufgrund erneut steigender Infektionszahlen sowie Lieferengpässen im globalen Handel etwas abgeschwächt, und auch die Unsicherheit bleibt angesichts niedriger Impfquoten und dem Zurückfahren der fiskalischen Unterstützung weiterhin hoch. Auch Liechtensteins Volkswirtschaft hat sich vor dem Hintergrund eines sehr stabilen Arbeitsmarktes rasch von der Krise erholt. Der inländische Bankensektor profitierte in der Krise von starken Kapital- und Liquiditätsindikatoren und zeigte eine bemerkenswert hohe Resilienz gegenüber der negativen Konjunktorentwicklung. Ende Juni 2021 wurde im liechtensteinischen Bankensektor mit CHF 412 Mrd. ein neuer Rekordwert an verwalteten Vermögen verzeichnet, der nicht nur auf die positive Marktentwicklung, sondern auch auf starke Nettonengeldzuflüsse zurückzuführen ist. An den globalen Finanzmärkten impliziert die Divergenz zwischen der Inflations- und Zinsentwicklung in den USA ein erhebliches Risiko, dass es in den nächsten Monaten zu einem merklichen Zinsanstieg am langen Ende der US-Zinskurve kommen könnte. Ein Anziehen der geldpolitischen Bedingungen in den USA könnte mit einer Neubepreisung der globalen Finanzmarktrisiken einhergehen, mit Kapitalabflüssen aus Schwellenländern, steigenden Risikoprämien auf Unternehmensanleihen und erhöhter Volatilität an den Aktienmärkten. In diesem Umfeld von steigenden Zinsänderungsrisiken geraten auch die Immobilienrisiken in vielen Ländern zunehmend in den Fokus. Auch in Liechtenstein müssen die Risiken am Hypothekarmarkt vor dem Hintergrund der hohen Verschuldung der privaten Haushalte weiterhin aufmerksam beobachtet werden.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Europa hinkt in der Erholung weiterhin den USA hinterher. Die US-Wirtschaft verzeichnete im zweiten Quartal 2021 ein BIP-Wachstum von 1,6% (gegenüber dem Vorquartal) und liegt damit in Bezug auf die Bruttowertschöpfung bereits deutlich – mehr als 3% – über dem Vorkrisenniveau vom vierten Quartal 2019. Die Volkswirtschaft im Euroraum wuchs im zweiten Quartal zwar stark mit 2% gegenüber der Vorperiode, liegt aber immer noch knapp 3% unter dem Vorkrisenniveau von Ende 2019. Ähnliches gilt für die Schweiz, welche zwar zu Beginn der Pandemie mit den USA Schritt halten konnte, zuletzt aber – mit einem schwachen ersten Quartal und sogar negativem Wachstum im zweiten Quartal (-0,5%) – wieder deutlich zurückfiel. Liechtenstein ist hingegen – gemäss Berechnungen des Liechtenstein-Instituts – besser aus der Krise herausgekommen und konnte das Vorkrisenniveau bereits im ersten Quartal 2021 übertreffen, wenngleich im zweiten Quartal wieder leicht negatives Wachstum verzeichnet wurde (Abb. 1).

Abb. 1: Bruttoinlandsprodukt
(Index, Q4 2019 = 100)

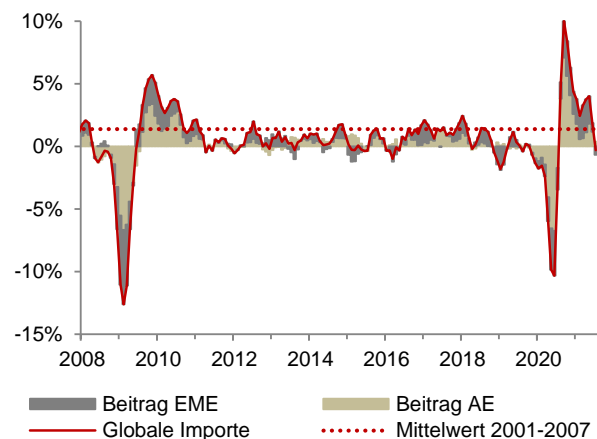


Quellen: Bloomberg, nationale Quellen.

Die realwirtschaftliche Erholung ist bisher auf globaler Ebene stärker verlaufen als erwartet, flachte sich zuletzt jedoch etwas ab. Die Einkaufsmanagerindizes (PMIs) haben zuletzt wieder etwas nachgelassen, pendelten sich aber auf einem relativ hohen Niveau ein. Der globale Composite Output PMI, der sowohl den Industrie- als

auch den Dienstleistungssektor inkludiert, sank von seinem Höchststand von 58,5 im Mai auf 55,7 im August. Dazu trug insbesondere die Entwicklung in den USA bei, wo der PMI von 68,7 im Mai auf 55,4 im August zurückging. Während diese Rückgänge teilweise technischer Natur sind und sich durch die methodische Berechnung des Diffusionsindex erklären lassen, könnte sich damit aber auch eine leichte Abkühlung der globalen Konjunktur andeuten. Dies lässt sich auch anhand der globalen Handelstätigkeit erkennen. Nach einem starken Einbruch zu Beginn der Pandemie und ebenso starken Nachholeffekten ab dem zweiten Halbjahr 2020 drehte das Wachstum des globalen Güterhandels – definiert als das durchschnittliche Dreimonatswachstum gegenüber den vorhergehenden drei Monaten – im Juli sogar wieder ins Negative (Abb. 2). Der Hintergrund dürften einerseits die nachlassende globale Konjunktur, andererseits aber auch Lieferengpässe bestimmter Güter sowie Engpässe in den Lieferkapazitäten (z.B. Container) sein, was auch die Preise für die Beförderung von Waren in die Höhe schnellen liess. So notierte beispielsweise der Baltic Dry Index – ein wichtiger Indikator für den Preis für das Verschiffen von Hauptfrachtgütern auf Standardrouten – zuletzt auf dem höchsten Stand seit mehr als zehn Jahren.

Abb. 2: Globaler Güterhandel
(3m-o-3m Wachstum in Prozent, Beiträge in Pp.)



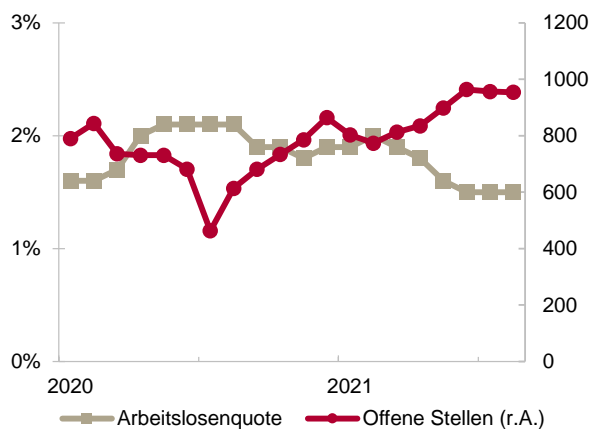
Quelle: CPB Netherlands.

Liechtensteins Volkswirtschaft verzeichnete in den letzten Quartalen eine starke Erholung.

Während das BIP-Wachstum in Liechtenstein typischerweise deutlich volatil ist als in anderen Ländern, nicht zuletzt aufgrund des grossen Finanzsektors und der starken Abhängigkeit von der externen Nachfrage¹, war der BIP-Einbruch während der Corona-Pandemie – gemäss Liechtenstein-Institut ging das BIP in Liechtenstein im Jahr 2020 um 5,7% zurück – nicht stärker ausgeprägt als in anderen entwickelten Volkswirtschaften. Nach dem Einbruch im ersten Halbjahr 2020 hat sich die Volkswirtschaft stark erholt, was sich nicht nur an der BIP-Entwicklung, sondern auch am Arbeitsmarkt und beim Aussenhandel zeigt. Die Arbeitslosenquote lag im August 2021 bei 1,5% und damit sogar etwas niedriger als vor Beginn der Corona-Krise. Dieses Bild bestätigt sich auch bei der Anzahl der offenen Stellen, die zuletzt mit 954 im August auf einem hohen Niveau lagen (Abb. 3). In der Corona-Krise bestätigte sich einmal mehr die hohe Widerstandsfähigkeit des liechtensteinischen Arbeitsmarktes. Trotz des starken BIP-Einbruchs stieg die Arbeitslosenquote nie höher als auf 2,1%, und auch das Beschäftigungswachstum war 2020 nur leicht negativ. Auch der Aussenhandel – gemessen an den Güterexporten und -importen – hat sich wieder erholt und lag in den letzten Monaten meist wieder über dem Vorkrisen-niveau.

Abb. 3: Liechtensteins Arbeitsmarkt

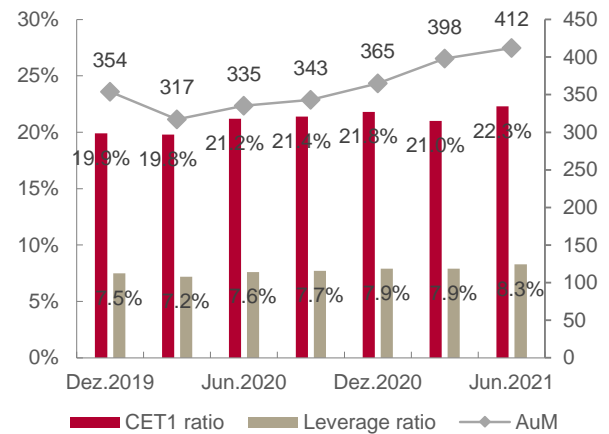
(Prozent; Anzahl offener Stellen)



Quelle: Liechtenstein-Institut.

¹ Siehe dazu auch die Ausführungen im [Financial Stability Report 2019](#) ab Seite 19.

Abb. 4: Kennzahlen des Bankensektors
(Prozent; CHF Mrd., konsolidiert)



Quelle: FMA.

Der liechtensteinische Bankensektor verzeichnete zum Ende des zweiten Quartals einen neuen Rekord bei den verwalteten Vermögen.

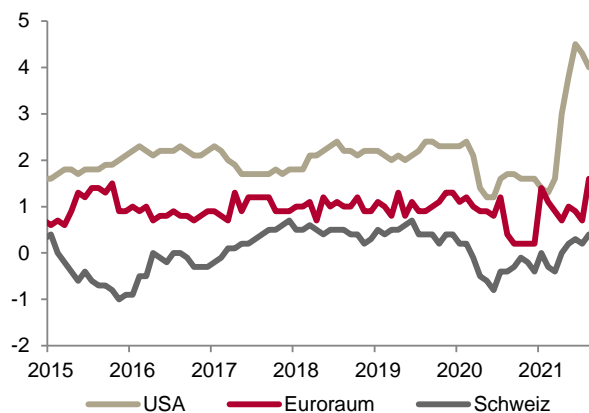
Der liechtensteinische Bankensektor zeigte im Jahr 2020 trotz der unerwarteten Krise eine hohe Widerstandsfähigkeit. Die Kapitalisierung, gerechnet anhand der Kernkapitalquote (CET1), nahm während des Jahres sogar deutlich zu, wobei sich dieser Trend auch im ersten Halbjahr 2021 fortsetzte. Auch die verwalteten Vermögen («Assets under Management», AuM) stiegen nach einem deutlichen Rückgang im ersten Quartal 2020 kontinuierlich an und erreichten im zweiten Quartal dieses Jahres mit CHF 412 Mrd. auf konsolidierter Ebene einen neuen Rekordwert. Damit wurde erstmals die CHF 400 Mrd.-Marke übersprungen. Neben der positiven Marktentwicklung im ersten Halbjahr spielten dabei auch Nettoneugeldzuflüsse keine unwesentliche Rolle, die sich im ersten Semester 2021 auf CHF 18 Mrd. summierten. Trotz dieser positiven Indikatoren müssen die mittelfristigen Auswirkungen der Krise weiterhin genau beobachtet werden. Die Risiken an den internationalen Finanzmärkten bleiben hoch, und auch der Qualität der Vermögenswerte muss in einem Umfeld von steigenden Zinsänderungsrisiken und hohen Bewertungen an den Immobilienmärkten weiterhin eine hohe Aufmerksamkeit zukommen.

2. Inflation & Finanzmärkte

Die Inflation bleibt insbesondere in den USA auf einem sehr hohen Niveau, wenngleich der Inflationsdruck im Monatsvergleich zuletzt etwas abgenommen hat. Die jährliche Inflationsrate in den USA – gemessen am Konsumentenpreisindex – lag im August bei 5,3% und sank damit nur leicht gegenüber dem Vormonat. Die Inflation im Euroraum (3,0%) und in der Schweiz (0,9%) blieb im August deutlich niedriger. Zwar wird die starke Preissteigerung in den letzten Monaten teilweise durch die Basiseffekte der Energiepreise getrieben, jedoch ist auch die Kerninflation – ohne volatile Komponenten wie Energie- und Nahrungsmittelpreise – zuletzt deutlich angestiegen. Die Kerninflation in den USA lag im August bei 4,0%, ein leichter Rückgang gegenüber Juli (4,3%) und Juni (4,5%), als der höchste Wert seit Anfang der 1990er-Jahre verzeichnet wurde. Bei der Kerninflation wird noch deutlicher, dass der Inflationsdruck im Euroraum (1,6%) und in der Schweiz (0,4%) weiterhin relativ schwach bleibt (Abb. 5). Insbesondere in den USA stellt sich jedoch die Frage, ob der Inflationsanstieg tatsächlich nur temporärer Natur ist, oder ob der Anstieg in einer längerfristigen Lohn-Preis-Spirale resultieren könnte.

Abb. 5: Kerninflation*

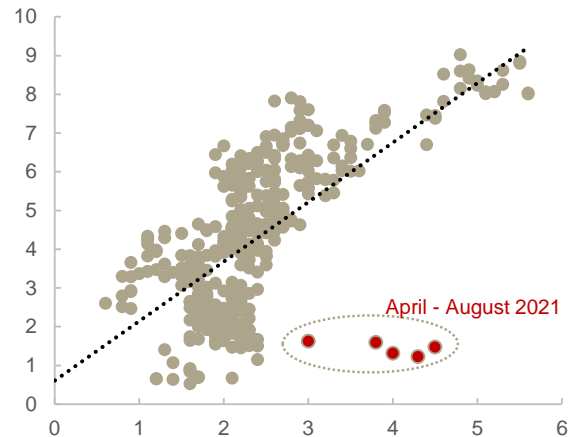
(Prozent)



Quelle: Bloomberg, nationale Quellen. *Kerninflation exkludiert volatile Komponenten wie Energie- und Lebensmittelpreise.

Abb. 6: Kerninflation und Zinsen auf 10-jährige Staatsanleihen in den USA

(Prozent; x-Achse: Kerninflation; y-Achse: Zinsen auf 10-jährige Staatsanleihen)



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung.

In den USA kam es in den letzten Monaten zu einer auffallenden Divergenz zwischen der Inflations- und Zinsentwicklung. Während ein gewisser Inflationsanstieg aufgrund der Basiseffekte der Energiepreise bereits vor Monaten erwartet worden war, fiel die Reaktion der Anleihenmärkte auf die steigende Inflation hingegen überraschend aus. Die längerfristigen US-Zinsen auf 10-jährige Staatsanleihen gingen in den letzten Monaten sogar leicht zurück, zuletzt notierten diese bei knapp 1,5%. Die ungewöhnliche Divergenz zwischen der Kerninflation und der Zinsentwicklung ist in Abb. 6 dargestellt. Die letzten Monate seit dem Anstieg der Kerninflation – also von April bis August – stellen im Vergleich der letzten 30 Jahre auffallende Ausreisser dar. Der Hauptgrund dürfte dabei nach wie vor die expansive Geldpolitik der Fed spielen. Durch das grosse Ankaufsprogramm kaufte die Fed in den letzten Monaten mehr US-Staatsanleihen, als vom US-Treasury emittiert wurden, was mit einem Abwärtsdruck auf die Zinsen verbunden war. Angesichts des klaren Zusammenhangs zwischen den beiden Variablen stellt sich die Frage, ob die Inflation tatsächlich relativ rasch wieder zurückgeht, oder ob die Zinsen am langen Ende zu steigen beginnen. Obwohl ein guter Teil des Inflationsanstiegs temporär sein dürfte, erscheint daher ein merklicher Zinsanstieg in den nächsten Monaten nicht unwahrscheinlich.

Die Fed und die EZB dürften in den nächsten Monaten ihre Ankaufsprogramme langsam zurückfahren. Zwar hielten die grossen Notenbanken bisher unverändert an ihrer expansiven Geldpolitik fest, jedoch mehrten sich zuletzt die Wortmeldungen, die ein Zurückfahren der Ankaufsprogramme in naher Zukunft zumindest in Erwägung ziehen. In den USA erscheint ein erstes «Tapering» des monatlichen Ankaufsprogramms im Umfang von USD 120 Mrd. bereits in diesem Jahr wahrscheinlich. Laut den letzten Projektionen der Offenmarktausschussmitglieder könnte ein erster Zinsschritt bereits im Jahr 2022 erfolgen, gefolgt von 2-3 weiteren im Jahr 2023. Die EZB entschied im September, das Notankaufsprogramm («PEPP») angesichts der starken Erholung und der guten Finanzierungsbedingungen etwas zurückzufahren, die geldpolitische Ausrichtung dürfte trotzdem sehr expansiv bleiben. Die SNB entschied schliesslich ebenfalls im September, ihren Kurs beizubehalten und hielt fest, dass sie vor dem Hintergrund des nach wie vor starken Frankens weiterhin bereit sei, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren.

3. Risiken

Die Realwirtschaft hat sich in den letzten Monaten schneller erholt als erwartet, die Unsicherheit bleibt aber hoch. Mit den Öffnungsschritten, die durch den Impffortschritt ermöglicht wurden, hat sich die Wirtschaft in den letzten Monaten deutlich erholt. Die Gewinne sind in vielen Branchen stärker gestiegen als erwartet, was auch die Aktienmärkte weiter beflügelt hat. Die Unternehmensinsolvenzen nahmen auf europäischer Ebene zuletzt wieder zu, bleiben aber unter dem Vorkrisenniveau und sind v.a. in stark betroffenen Branchen (Gastronomie, Unterhaltung, etc.) konzentriert. Die globale Erholung hat zuletzt aber etwas an Momentum verloren, weitere Lieferengpässe bei verschiedenen Rohstoffen, niedrige Impfquoten und das langsame Zurückfahren der fiskalischen Unterstützung tragen zur erhöhten Unsicherheit in den nächsten Monaten bei.

Die starke Divergenz zwischen Inflations- und Zinsentwicklungen in den USA impliziert Risiken für die globalen Finanzmärkte. Dank der

sehr expansiven geldpolitischen Ausrichtung der Fed ging der Anstieg der Kerninflation in den letzten Monaten nicht mit einem Zinsanstieg am langen Ende der Zinskurve einher. Geht man jedoch davon aus, dass der Inflationsanstieg zumindest nicht ausschliesslich temporärer Natur ist, und dass die Fed daher in absehbarer Zeit zu ersten kontraktiven Schritten gezwungen sein wird, erscheint ein Anstieg der langfristigen US-Zinsen in den nächsten Monaten nicht unwahrscheinlich. Ein Straffen der Geldpolitik in den USA ist oftmals mit weitreichenden Folgen für die globalen Finanzmärkte verbunden und könnte insbesondere mit einer Neubepreisung der globalen Finanzmarkt Risiken einhergehen. Kapitalabflüsse aus den Schwellenländern und steigende Zinsen auf niedriger bewertete Unternehmensanleihen könnten die Folge sein. Angesichts der hohen Bewertungen der Aktienmärkte, insbesondere in den USA, muss auch in dieser Anlageklasse mit höheren Risiken einer Korrektur gerechnet werden.

Die Immobilienrisiken treten nun in vielen Ländern wieder verstärkt in den Fokus. Angesichts steigender Wohnimmobilienpreise, zunehmender Privatverschuldung und erhöhten Zinsänderungsrisiken durch die Inflationsentwicklung, treten die Risiken an den Immobilienmärkten wieder verstärkt in den Vordergrund. Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) führt derzeit eine Analyse der Verwundbarkeit der Wohnimmobilienmärkte in den 30 EWR-Ländern durch. In der Schweiz wird eine Reaktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers derzeit diskutiert. Auch der Hypothekarmarkt in Liechtenstein muss vor dem Hintergrund der höchsten privaten Haushaltsverschuldung unter allen EWR-Ländern weiterhin aufmerksam beobachtet werden. Zum Thema Immobilien- und Hypothekarmarkt sowie den damit verbundenen Risiken aus Sicht der Finanzstabilität veröffentlicht die FMA im Oktober eine vertiefte Analyse, die im Rahmen einer öffentlichen Veranstaltung am 20. Oktober präsentiert wird. Anmeldungen sind über die [FMA-Website](#) möglich.

28. September 2021

Der Volkswirtschaftsmonitor Q4/2021 wird im Dezember 2021 publiziert.