

Volkswirtschaftsmonitor Q4/2021

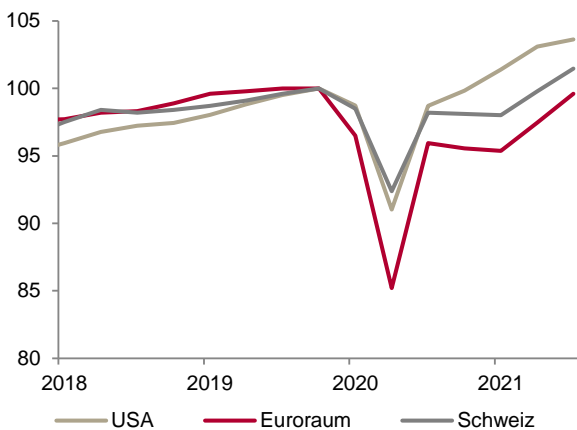
Erneute COVID-Infektionswelle und steigender Inflationsdruck implizieren erhöhte real- und finanzwirtschaftliche Risiken im nächsten Jahr

Nach einer starken realwirtschaftlichen Erholung im zweiten und dritten Quartal hat sich die globale Wirtschaft vor dem Hintergrund von zunehmenden Nachfrage- und Angebotsungleichgewichten sowie erneut steigenden COVID-Infektionszahlen in den letzten Monaten merklich abgeschwächt. Während die liechtensteinische Volkswirtschaft im Verlauf der Krise von der starken Erholung des Welthandels und der daraus resultierenden externen Nachfrage überproportional profitierte, dürften sich die aktuellen Lieferengpässe im internationalen Handel für Liechtenstein deutlich negativ auswirken. Auf globaler Ebene ist der weiter steigende Inflationsdruck in den Mittelpunkt des Interesses gerückt. In den USA ist die Inflation auf ein 40-Jahreshoch gestiegen, auch im Euroraum liegt die Inflation so hoch wie noch nie seit der Einführung der Gemeinschaftswährung. Vor diesem Hintergrund bereitet die US-Notenbank Fed die Zinswende für nächstes Jahr vor. Auch die EZB beendet das pandemiebedingte Anleihen-Ankaufsprogramm, geht aber derzeit nicht von einer Zinserhöhung vor 2023 aus. In der Schweiz ist der Inflationsdruck deutlich geringer, wodurch die SNB derzeit wenig Anlass sieht, den aktuellen geldpolitischen Kurs zu verlassen. Die Unsicherheit bleibt in diesem Umfeld sowohl in der Realwirtschaft als auch an den Finanzmärkten hoch: Neue Infektionswellen oder steigender Inflationsdruck, der eine abrupte geldpolitische Straffung notwendig machen könnte, trüben den konjunkturellen Ausblick. An den Finanzmärkten führen rekordtiefe Realzinsen und die Jagd nach Rendite zu stark gedrückten Risikoprämien und sehr hohen Bewertungen an Aktien- und Immobilienmärkten. Eine schnellere geldpolitische Wende, als es derzeit erwartet wird, würde damit wohl auch an den Finanzmärkten zu erheblichen Verwerfungen führen.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Die ersten drei Quartale des Jahres 2021 waren von einer starken Erholung der Realwirtschaft geprägt. Nach dem starken synchronisierten Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität im ersten Halbjahr 2020 verlief die Erholung in den USA deutlich schneller als in Europa (Abb. 1). Nach einem starken zweiten Quartal verzeichneten der Euroraum (+2,2% gegenüber dem Vorquartal) und die Schweiz (+1,7%) auch im dritten Quartal ein deutlich positives BIP-Wachstum, während das Wachstum in den USA etwas zurückging (+0,5%).

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

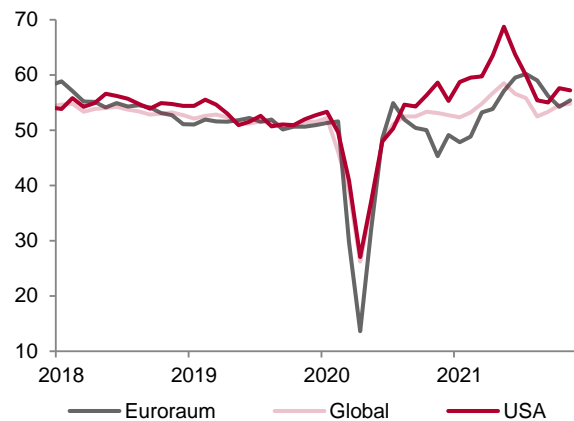


Quellen: Bloomberg, nationale Quellen.

Frühindikatoren deuten auf eine merkliche konjunkturelle Abkühlung im vierten Quartal hin. Das Wachstum des Güterhandels, gemessen anhand der globalen Güterimporte, kühlte sich bereits über den Sommer merklich ab und drehte ab Juli ins Negative. Hintergrund dieser schwachen Entwicklung sind insbesondere angebotsseitige Lieferengpässe für viele Produkte sowie Probleme in den Transportkapazitäten des globalen Handels. Auch die Einkaufsmanagerindizes (PMI) deuten für die wichtigsten Volkswirtschaften deutlich schwächere Wachstumsraten im vierten Quartal an. In den USA sank der PMI von seinem Höchststand von 68,7 im Mai auf 57,2 im November 2021. Ähnliche Muster, wenn auch weniger ausgeprägt, sind für den Euroraum und auch für die Weltwirtschaft insgesamt erkennbar (Abb. 2). Damit deuten die Einkaufsmanagerindizes zwar

immer noch auf positives BIP-Wachstum hin, allerdings dürfte sich das Wachstum im Verlaufe des Jahres quer über die Länder hinweg merklich abgeschwächt haben.

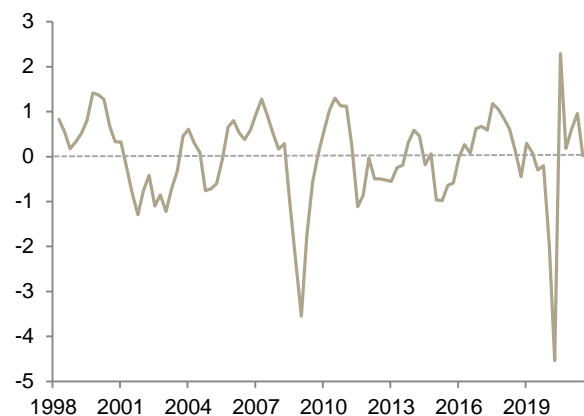
Abb. 2: Einkaufsmanagerindizes
(Diffusionsindex, Composite PMI)



Quellen: Markit, Bloomberg.

Die globale konjunkturelle Abkühlung machte sich in Liechtenstein bereits im dritten Quartal bemerkbar. Der Konjunkturindex «KonSens», der quartalsweise vom Liechtenstein-Institut berechnet wird, sank im dritten Quartal auf einen Wert von 0,0 (Q2: 1,0) und deutete damit – nach den starken Nachholeffekten in den drei vorangegangenen Quartalen – wieder auf durchschnittliches Wachstum hin (Abb. 3).

Abb. 3: Konjunkturindikator «KonSens»
(Index)

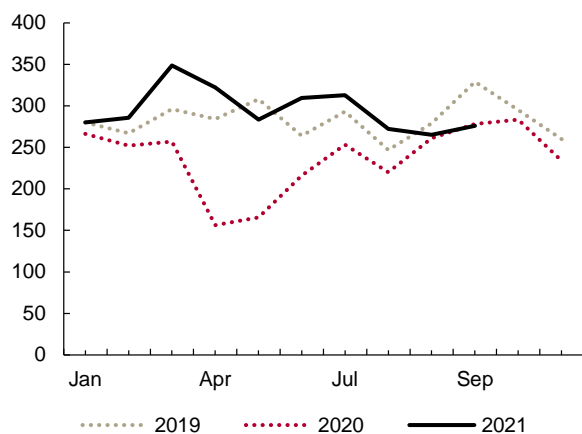


Quelle: Liechtenstein-Institut.

Liechtensteins Erholung im ersten Halbjahr wurde insbesondere von der starken externen Nachfrage getrieben. Wie im November publizierten [Finanzmarktstabilitätsbericht der FMA](#) dargestellt, erholte sich die liechtensteinische Volkswirtschaft deutlich schneller von der Corona-Krise als die Nachbarländer und konnte bereits im ersten Quartal 2021 das Vorkrisenniveau übertreffen. Dabei spielten insbesondere zwei strukturelle Charakteristika eine wichtige Rolle: Einerseits unterstützte der bemerkenswert stabile Arbeitsmarkt einmal mehr die Erholung, da die Beschäftigung in Liechtenstein empirisch auch in Zeiten hoher BIP-Volatilität eine sehr hohe Widerstandsfähigkeit zeigt. Andererseits war der globale Handel – anders als in der ersten Corona-Welle – von den folgenden Eindämmungsmassnahmen zum Jahreswechsel 2020/21 kaum mehr betroffen, wodurch sich die externe Nachfrage schnell erholte. Vor dem Hintergrund des hohen Beitrags der Industrie und des verarbeitenden Gewerbes zum liechtensteinischen BIP profitierte Liechtenstein als kleine und offene Volkswirtschaft überproportional stark von der steigenden externen Nachfrage. Im ersten Halbjahr 2021 lagen die Direktexporte Liechtensteins damit nicht nur deutlich höher als im Corona-Jahr 2020, sondern auch über dem Vorkrisenniveau von 2019 (Abb. 4).

Abb. 4: Liechtensteins Aussenhandel

(Direktexporte in CHF Mio.)



Quellen: EZV, Amt für Statistik.

Die aktuelle Schwäche der globalen Handelsaktivität lässt eine Abkühlung der

liechtensteinischen Konjunktur zum Jahresende erwarten. Die Zahlen der Direktexporte zeigen jedoch einen deutlichen Rückgang in den letzten Monaten (Abb. 4), was mit den zunehmenden Lieferschwierigkeiten an den internationalen Märkten zusammenhängen dürfte. Aufgrund der hohen Abhängigkeit Liechtensteins von der externen Nachfrage ist damit zu erwarten, dass sich die aktuelle Exportschwäche auch im BIP-Wachstum zum Jahreswechsel bemerkbar machen wird, wenngleich die Konjunkturumfrage des Amtes für Statistik zum Ende des dritten Quartals noch weitgehend positiv ausgefallen war.

Der Bankensektor in Liechtenstein setzte die positive Entwicklung auch im dritten Quartal fort. Der Bankensektor erreichte vor dem Hintergrund der weiteren Kursgewinne an den Finanzmärkten, aber auch aufgrund von einer weiterhin positiven Entwicklung bei den Netto-Neugeldern im dritten Quartal ein neues Allzeithoch bei den verwalteten Vermögen (Assets under Management, AuM), die auf CHF 422 Mrd. anstiegen. Der starke Inflationsanstieg im Euroraum und in den USA dürfte derzeit den Schweizer Franken als sicheren Hafen wieder attraktiver machen, was sich auch anhand der nominalen Aufwertung in den letzten Wochen und Monaten zeigt. Die Kapitalisierung des Bankensektors bleibt währenddessen weiterhin deutlich überdurchschnittlich, mit Ende des dritten Quartals betrug die Kernkapitalquote (CET1) des Bankensektors auf konsolidierter Ebene 21,8%, die Leverage Ratio betrug per Ende September auf aggregierter Ebene 8,1%.

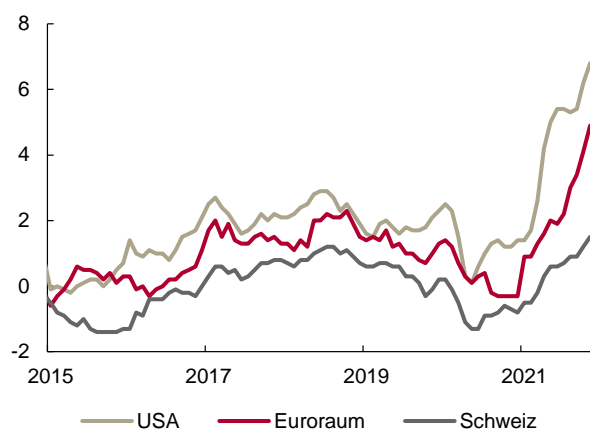
2. Inflation & Finanzmärkte

Die Inflation ist in den USA zuletzt auf den höchsten Wert seit fast 40 Jahren angestiegen, auch im Euroraum wurde ein Allzeithoch seit der Einführung der Gemeinschaftswährung verzeichnet. Die jährliche Inflation auf Basis der Konsumentenpreise lag sowohl in den USA (6,8%) als auch im Euroraum (4,9%) im November deutlich über dem jeweiligen Preisstabilitätsziel, das auf eine Inflation von rund 2% in der mittleren Frist abzielt (Abb. 5). Während bereits vor einem Jahr aufgrund der abzusehenden Basiseffekte der Energiepreise ein deutlicher Anstieg der Inflation

im Jahr 2021 erwartet worden war, kamen über den Sommer zusätzliche pandemiebedingte Effekte dazu, die den Preisdruck weiter verstärkten. Durch die Lieferengpässe in verschiedenen Produktkategorien und die deutliche Verteuerung der Transportwege – auch aufgrund von zu knappen Kapazitäten im Welthandel – entwickelte sich die Inflation persistenter als erwartet und erfasste eine breitere Produktpalette im Warenkorb. Damit hat der Narrativ der Zentralbanken, dass der Inflationsanstieg fast ausschliesslich durch die Energiepreise getrieben und daher ein temporäres Phänomen sei, deutliche Risse bekommen, insbesondere in den USA. Dies zeigt sich auch anhand eines Vergleichs der Kerninflation, die volatile Komponenten (d.h. Preise für Energie und unbearbeitete Lebensmittel) unberücksichtigt lässt. Während die Kerninflation in den USA im November weiter auf 4,9% anstieg, blieb der unterliegende Inflationsdruck im Euroraum (2,6%) und in der Schweiz (0,7%) deutlich schwächer.

Abb. 5: Inflation auf Basis der Konsumentenpreise

(y-o-y in Prozent)



Quellen: Bloomberg, nationale Quellen.

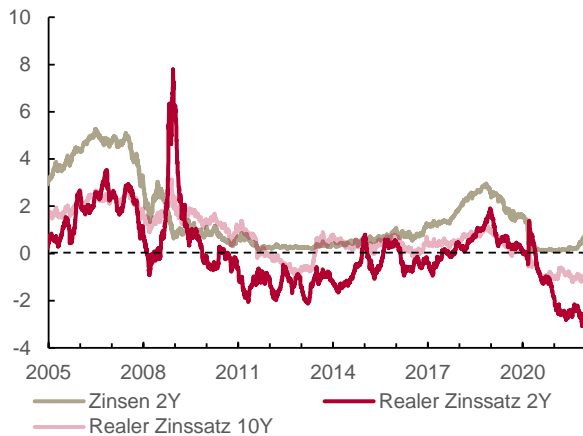
Während die US-Notenbank Fed die geldpolitische Wende im nächsten Jahr vorbereitet, haben andere Zentralbanken die Zinswende bereits eingeleitet. Die Bank of England erhöhte den Leitzins für das Pfund Sterling vor dem Hintergrund des starken Inflationsanstiegs von 0,1% auf 0,25%. Die norwegische Zentralbank erhöhte den Leitzinssatz von 0,25% auf 0,5%, die bereits

zweite Zinserhöhung in den letzten drei Monaten. Angesichts der hohen Inflation stieg auch der Druck auf die US-Notenbank Fed, den Krisenmodus zu verlassen. Vor diesem Hintergrund entschied der Offenmarktausschuss (FOMC), die monatlichen Wertpapierkäufe im Januar auf USD 60 Mrd. weiter zu reduzieren, und die Reduktion von USD 30 Mrd. pro Monat voraussichtlich beizubehalten, was ein Ende des Ankaufsprogramms im März impliziert und damit den Weg für eine Zinserhöhung frei macht. Gemäss Prognoseunterlagen erwartet eine Mehrheit der FOMC-Mitglieder für 2022 drei Zinserhöhungen, also einen Zinsanstieg auf 0,75%-1,0% bis Ende 2022, bevor drei weitere Zinsschritte im Jahr 2023 erwartet werden. Die Fed wies in ihren Erklärungen auf «Angebots- und Nachfrageungleichgewichte» aufgrund der Pandemieentwicklungen hin, die zu höherer Inflation führten. Damit ist klar, dass der Inflationsanstieg nicht ausschliesslich angebotsgetrieben ist, sondern dass auch die hohe Nachfrage – nicht zuletzt aufgrund der grossen Fiskalpakete – eine nicht zu unterschätzende Rolle spielt, was das Argument für eine geldpolitische Wende verstärkt.

Die EZB und auch die SNB führen ihren expansiven geldpolitischen Kurs währenddessen weiter fort. Obwohl der unterliegende Inflationsdruck – gemessen an der Kerninflation – im Euroraum noch deutlich schwächer ist als in den USA, steigt auch diesseits des Atlantiks der Druck für einen geldpolitischen Kurswechsel. Die EZB beschloss im Dezember, dass das pandemiebedingte Anleihen-Ankaufprogramm («PEPP») wie geplant im März auslaufen soll, dass jedoch ein bereits bestehendes Ankaufsprogramm («APP») im zweiten und dritten Quartal 2022 aufgestockt werden soll, damit die Anleihenkäufe nur graduell zurückgehen, und damit ein zu abrupter Kurswechsel verhindert wird. Grundlage dieser Entscheidung bildet die aktuelle Inflationsprognose der EZB, wonach die Inflationsrate noch in diesem Jahr ihren Höhepunkt erreicht und im Jahr 2022 deutlich sinken soll. Tatsächlich ist die Erholung im Euroraum schwächer verlaufen als in den USA, die Fiskalpakete waren relativ zur Wirtschaftsleistung geringer und der Inflationsdruck ist derzeit schwächer. Trotzdem wird der Druck für eine schnellere Zinserhöhung – die derzeit bis im Jahr

2023 de facto ausgeschlossen wurde – weiter steigen, falls die Inflation die Prognose in den nächsten Monaten einmal mehr übertreffen sollte. Die SNB bestätigte hingegen die expansive geldpolitische Ausrichtung für den Schweizer Franken Währungsraum. Angesichts des schwachen Inflationsdrucks – die Inflation lag im November bei 1,5%, die Kerninflation war mit 0,7% noch deutlich niedriger – kommt diese Entscheidung wenig überraschend. Trotz der merklichen Aufwertung des Schweizer Francs in den letzten Monaten – zuletzt notierte er bei etwa 1,04 CHF/EUR – intervenierte die SNB deutlich weniger am Devisenmarkt. Dies liegt vor allem daran, dass sich der real-effektive Wechselkurs – also der nominale Wechselkurs bereinigt um die Inflation – deutlich stabiler entwickelte, da der Aufwertung wesentlich niedrigere Inflationsraten als im Euroraum und den USA gegenüberstehen.

Abb. 6: Nominal- und Realzinsen in den USA
(Prozent)

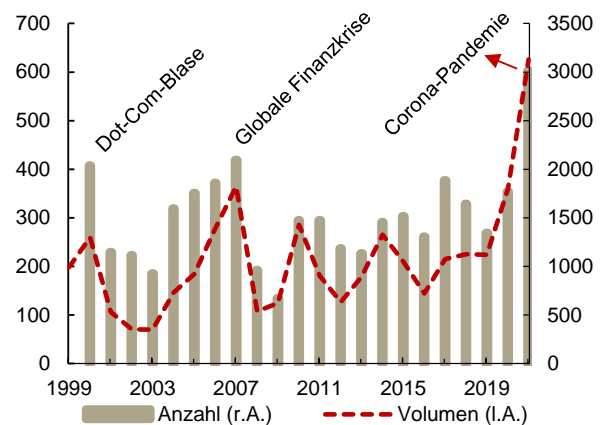


Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen. Realzinsen werden berechnet, indem die marktbasierenden Inflationserwartungen für 2 oder 10 Jahre vom Zinssatz für US-Treasuries derselben Laufzeit abgezogen werden.

Rekordtiefe Realzinsen treiben die Bewertungen an den Aktienmärkten weiter an. Mit der steigenden Inflation stiegen in den letzten Wochen und Monaten auch die Inflationserwartungen in den USA an, wenngleich – bisher – deutlich weniger als die tatsächliche Inflationsrate. Trotzdem resultiert aus der Kombination von relativ stabilen Zinsen und steigenden Inflationserwartungen ein deutlicher Rückgang der Realzinsen, die zuletzt

ein Rekordtief auf einem deutlich negativen Niveau erreichten (Abb. 6). Tiefe Realzinsen erhöhen nicht nur den Anreiz sich zu verschulden, sondern treiben auch die Investitionstätigkeit der Unternehmen (und damit potenziell die Inflation) weiter an. Auf den Finanzmärkten verstärkt sich die «Jagd nach Rendite» weiter, da es immer schwieriger wird, die Kaufkraft einer Finanzinvestition zu bewahren, ohne grosse Risiken einzugehen. Die hohen Bewertungen – und möglicherweise Übertreibungen – an den Finanzmärkten werden anhand verschiedener Indikatoren sichtbar. Die Risikoaufschläge für niedrig bewertete Unternehmensanleihen befinden sich auf einem Rekordtief. Der Boom wird auch bei den Nettozuflüssen in globale Aktienfonds sichtbar: Im Jahr 2021 – bis Anfang Dezember – flossen knapp USD 900 Mrd. in globale Aktienfonds und damit mehr als in den vorigen 20 Jahren kumuliert.

Abb. 7: Globale Börsengänge
(Anzahl pro Jahr; USD Mrd.)



Quelle: Bloomberg. Daten für 2021 bilden den Stand mit 13. Dezember ab und sind daher unvollständig.

Auch bei den Börsengängen (Initial Public Offerings, IPOs) sieht man den aktuellen Boom aufgrund der hohen Bewertungen (Abb. 7). Obwohl die Daten für 2021 noch unvollständig sind, wurde im aktuellen Jahr auf globaler Ebene ein Rekordwert bei Börsengängen verzeichnet, sowohl in Bezug auf die Anzahl als auch das Volumen. Der Boom übertrifft bei diesem Indikator die Entwicklungen vor dem Platzen der Dot.com-Blase und vor der globalen Finanzkrise deutlich. Auch häufig zitierte Bewertungsindikatoren, wie z.B. das

zyklisch bereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis, deuten auf sehr hohe Bewertungen an den Aktienmärkten hin, insbesondere in den USA. Die Märkte dürften daher derzeit besonders anfällig gegenüber Wachstums- oder Zinsschocks sein.

3. Risiken

Die weitere Erholung der Realwirtschaft wird auf globaler Ebene insbesondere durch drei Faktoren gefährdet. Im Herbst kam es insbesondere in Europa in verschiedenen Ländern zu einer neuen Welle an COVID-Infektionen, welche vor dem Hintergrund der ausgeweiteten Eindämmungsmassnahmen auch die wirtschaftliche Entwicklung im vierten Quartal beeinträchtigen werden. Die Unsicherheit für die weitere Entwicklung bleibt sehr hoch. Auf der einen Seite wird die weitere Erholung durch die Ausbreitung neuer Virusvarianten gefährdet. Die kürzlich entdeckte Variante «Omikron» dürfte deutlich ansteckender sein, was Anfang 2022 potenziell weitere Eindämmungsmassnahmen erfordern könnte. Auch der beginnende Konjunkturabschwung in China, nicht zuletzt vor dem Hintergrund des schwächelnden Immobilienmarktes, bedeutet für die Weltwirtschaft ein erhebliches Abwärtsrisiko, das derzeit noch nicht klar kalkulierbar ist. Das grösste Risiko neben dem weiteren Verlauf der Pandemie bleibt jedoch der Anstieg der Inflation, da ein abrupter Zinsschock, der bei weiteren Überraschungen in Bezug auf die Inflation notwendig werden könnte, eine erneute Rezession auslösen könnte.

Der Ausblick für die Geldpolitik ist derzeit mit hoher Unsicherheit behaftet. Seit Mitte der 1980er-Jahre befinden sich die Nominal- und auch die Realzinsen – dank stabiler und niedriger Inflation – trotz zyklischer Schwankungen auf einem langfristigen Abwärtstrend. In den letzten Jahren waren die EZB und auch die SNB vor dem Hintergrund einer eher schleppenden Erholung und schwacher Inflation im Nullzinsumfeld gefangen («zero lower bound»), und die strategischen Überlegungen konzentrierten sich vor allem darauf, wie man dieser Liquiditätsfalle entkommen könnte. Nach der pandemiebedingten Expansion der Geldpolitik und dem aktuellen Inflationsanstieg stellt sich nun die Frage, ob sich die Inflations- und

Zinsentwicklung wieder in die Richtung entwickelt, wie dies vor der COVID-Pandemie der Fall war, d.h. dass sich die Zinsen nach einem temporären Inflationsanstieg wieder auf einem niedrigen Niveau einpendeln, oder ob sich dieser langfristige Abwärtstrend nachhaltig umkehrt. Die Zentralbanken befinden sich derzeit in einem Spannungsfeld: Erhöhen sie die Zinsen, verursachen sie potenziell hohe Kosten in der Real- und Finanzwirtschaft, die mitunter vermeidbar gewesen wären, falls sich der Inflationsanstieg als temporär herausstellen sollte. Warten die Zentralbanken jedoch zu lange ab und die Inflation steigt weiter, erhöhen sich potenziell die Kosten für die Realwirtschaft, weil sich die Inflationserwartungen zu einem späteren Zeitpunkt womöglich nur noch durch einen sehr abrupten Zinsschritt (und damit potenziell mit einer Rezession) «einfangen lassen».

Auch aus der Finanzstabilitätsperspektive ergeben sich im aktuellen Umfeld eine Reihe von Risiken. Angesichts der niedrigen Realzinsen erscheinen die Aktien- und auch Immobilienmärkte in vielen Ländern aussergewöhnlich hoch bewertet, während die Verschuldung über viele Länder und Sektoren hinweg in der Corona-Krise weiter angestiegen ist. Die Kombination dieser Faktoren machen die Finanzmärkte derzeit besonders anfällig für einen Zins- oder Wachstumsschock. Die hohe Unsicherheit über die weitere realwirtschaftliche Entwicklung impliziert auch ein gewisses Risiko für den Bankensektor, da eine weitere konjunkturelle Abschwächung potenziell mit höheren Kreditrisiken – insbesondere bei Unternehmenskrediten – verbunden sein könnte. Aus liechtensteinischer Sicht müssen insbesondere die Risiken im Hypothekar- und Immobilienmarkt weiterhin genau beobachtet werden, da die angespannte Tragbarkeit bei vielen Haushalten eine hohe Verwundbarkeit im Falle von steigenden Zinsen erwarten lässt.

21. Dezember 2021

Der Volkswirtschaftsmonitor Q1/2022 wird im März 2022 publiziert.