

Volkswirtschaftsmonitor Q1/2018

Aufschwung der Realwirtschaft setzt sich fort – steigende Zinserwartungen führen jedoch zu höherer Volatilität an den Finanzmärkten

Der synchronisierte Aufschwung in den Industrie- und Schwellenländern hat sich zuletzt fortgesetzt. Neueste Daten signalisieren weiterhin stabiles Wachstum und eine gefestigte Erholung der globalen Handelstätigkeit, von der auch die Liechtensteiner Volkswirtschaft zunehmend erfasst wird. Die konjunkturelle Erholung der Realwirtschaft und die nach wie vor günstigen Finanzierungsbedingungen haben sich in den letzten Monaten zunehmend gegenseitig verstärkt. Trotzdem kam es Anfang Februar zu einer merklichen Preiskorrektur an den globalen Finanzmärkten, die paradoxerweise von überraschend positiven makroökonomischen Daten ausgelöst wurde. Der Kursrückgang war von einem gleichzeitigen Ausverkauf an Aktien- und Anleihenmärkten gekennzeichnet, und die implizite Aktienvolatilität stieg weit überproportional an. Bisher haben sich diese finanzwirtschaftlichen Entwicklungen aber kaum auf die Risikoprämien ausgewirkt, und die Folgen für die Realwirtschaft sind daher sehr begrenzt. Die Wahrscheinlichkeit weiterer Kurskorrekturen an den globalen Finanzmärkten hat sich jedoch vor dem Hintergrund der hohen Bewertungen, steigenden Verschuldungsquoten sowie historisch niedrigen Zeit- und Risikoprämien weiter erhöht. Neben diesen finanzwirtschaftlichen Risiken stellt der zunehmende Protektionismus, der derzeit von den USA ausgeht, das wohl grösste politische Risiko dar – insbesondere für kleine und offene Volkswirtschaften wie Liechtenstein, die von der externen Nachfrage abhängig sind.

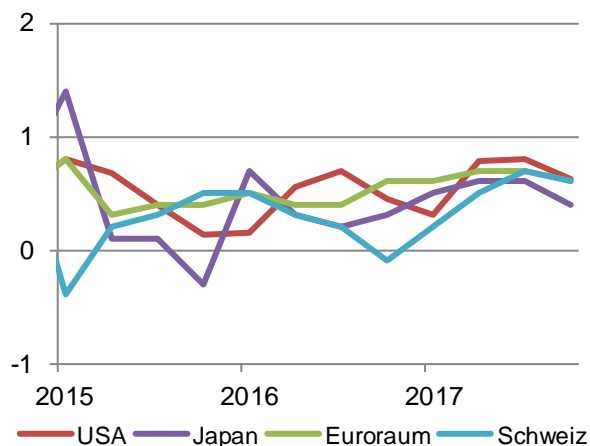
1. Konjunkturelle Entwicklung

Das globale BIP-Wachstum hat sich 2017 deutlich beschleunigt. Der IWF geht in seinem WEO-Update vom Januar von einem Weltwirtschaftswachstum von 3,7% aus, nachdem das Wachstum 2016 auf 3,2% zurückgegangen war. Für 2018 und 2019 erwartet der IWF eine weitere leichte Beschleunigung der Konjunktur, die vor allem von den Schwellenländern getrieben wird.

Die neuesten BIP-Wachstumszahlen der wichtigsten Volkswirtschaften bestätigen eine weiterhin stabile Konjunktur, wenngleich das Wachstum zuletzt leicht zurückgegangen ist (Abb. 1). Im letzten Quartal des Jahres stieg das BIP in Japan um 0,4% gegenüber der Vorperiode, im Euroraum, den USA und der Schweiz wurde jeweils ein BIP-Wachstum von 0,6% verzeichnet.

Abb. 1: Globale Konjunktur weiterhin stabil

(BIP-Wachstum zum Vorquartal in Prozent)



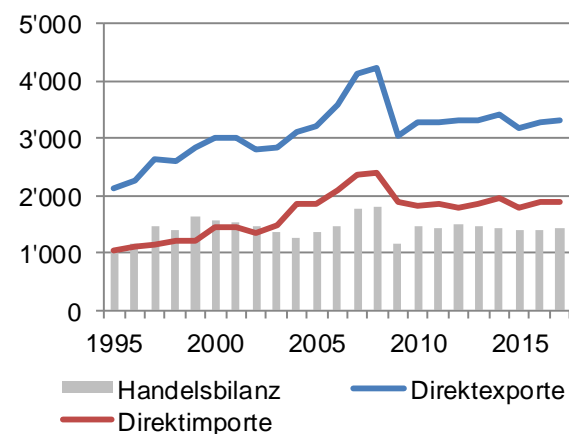
Quelle: Bloomberg, nationale Quellen.

Die synchronisierte Konjunkturerholung zeigt sich auch anhand der deutlichen Erholung des Welthandels. Das Handelsvolumen (Güter und Dienstleistungen) nahm auf globaler Ebene 2017 um 4,7% zu, nachdem im Jahr zuvor ein sehr schwaches Wachstum von nur 2,5% verzeichnet worden war. Die Erholung des internationalen Handels erfolgte auf breiter Basis und war sowohl

von den entwickelten Volkswirtschaften als auch den Schwellenländern getrieben. Vor dem Hintergrund des verbesserten internationalen Umfeldes und der Abwertung des Schweizer Frankens nahm die Handelstätigkeit auch in Liechtenstein wieder zu. Die Warenexporte stiegen 2017 im Jahresvergleich um 0,5%, während die Warenimporte um 1,0% zulegten (Abb. 2). Die Zunahme der Exporte ist insbesondere auf einen steigenden Absatz in China zurückzuführen, während der grösste Anteil – knapp 61% – nach wie vor in europäische Länder exportiert wird. Der Handelsbilanzüberschuss stieg gegenüber dem Vorjahr um 2,1% auf CHF 1,42 Milliarden, nachdem die Handelsbilanz in den beiden Vorjahren vor dem Hintergrund des stärkeren Schweizer Frankens um -3,7% bzw. -0,1% gesunken war.

Abb. 2: Warenexporte u. -importe steigen, Handelsbilanz Liechtensteins verbessert sich

(CHF Mio.)



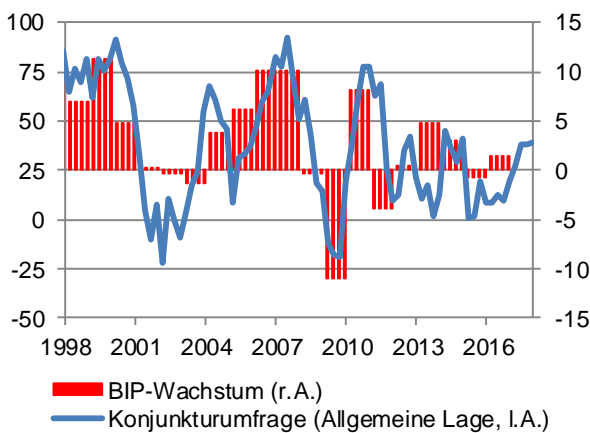
Quelle: Amt für Statistik. Nicht berücksichtigt ist der Warenverkehr mit der und über die Schweiz.

Die konjunkturelle Erholung hat in Liechtenstein jedoch schon im Jahr zuvor eingesetzt. Die erste Schätzrechnung des Amtes für Statistik für das BIP 2016 geht von einem (nominellen) BIP-Wachstum von 1,4% aus, nachdem das BIP 2015 um -0,7% gesunken war (Abb. 3). Das positive Wachstum 2016 führte auch zu einer deutlichen

Zunahme der Beschäftigten, die Vollzeitäquivalente nahmen um 1,7% auf 32 122 zu.

Abb. 3: Konjunkturelle Lage in Liechtenstein hellt sich zunehmend auf

(Index; nominales BIP-Wachstum in Prozent)



Quelle: Amt für Statistik.

Die Konjunkturumfrage signalisiert eine kontinuierliche Verbesserung der konjunkturellen Lage seit Anfang 2016 und damit eine weitere Wachstumsbeschleunigung für 2017. Dieser positive Trend wird durch den Anstieg der Verkaufserlöse der 25 grössten Unternehmen im ersten Halbjahr 2017 bestätigt.

Durch die breite Erholung setzt sich auch der positive Trend am Arbeitsmarkt fort. In den USA blieb die Arbeitslosenquote sehr niedrig und betrug im Februar 4,1%, in der Schweiz sank die Arbeitslosenquote leicht auf 2,9%. Die Vorlaufindikatoren – u.a. die Einkaufsmanager-Indizes – haben sich auf hohem Niveau stabilisiert und signalisieren damit in den wichtigsten Wirtschaftsräumen weiterhin stabiles Wachstum.

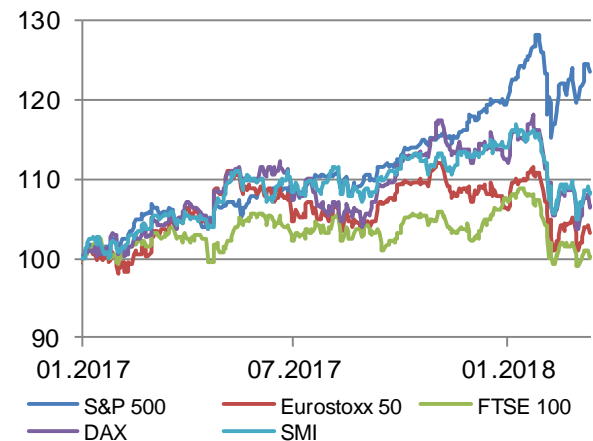
2. Inflation, Finanzmärkte und Zinsen

Trotz des breiten Aufschwungs bleibt der Inflationsdruck weiterhin relativ gering. Die Inflationsrate im Euroraum ging im Februar leicht auf 1,2% zurück, auch in der Schweiz verzeichnete man einen leichten Rückgang auf 0,6%. In den USA

stieg die Inflation auf 2,2%, blieb aber vor dem Hintergrund der niedrigen Arbeitslosenquote weiterhin gedämpft. Die EZB setzte die expansive Geldpolitik fort. Die monatlichen Anleihenkäufe im Umfang von EUR 30 Mrd. sollen zumindest bis September dieses Jahres weiterlaufen, und das aktuelle Zinsniveau bis „lange nach Auslaufen“ dieses Ankaufsprogramms beibehalten werden. Auch die SNB behielt Mitte März ihren expansiven Kurs bei. Die Notenbank rechnet weiterhin mit einem realen BIP-Wachstum von rund 2% in diesem Jahr, jedoch hat sich die bedingte Inflationsprognose gegenüber Dezember vor dem Hintergrund des stärkeren Frankens leicht nach unten verschoben. Der Offenmarktausschuss der US-Notenbank Federal Reserve trifft morgen Mittwoch die geldpolitische Entscheidung. Die Märkte gehen von einem weiteren Zinsschritt aus, eine Erhöhung der Federal Funds Rate um 0,25 Prozentpunkte auf eine Bandbreite von 1,50-1,75% ist bereits in den Märkten eingepreist.

Abb. 4: Korrektur an den Aktienmärkten

(Index, 01.01.2017 = 100)

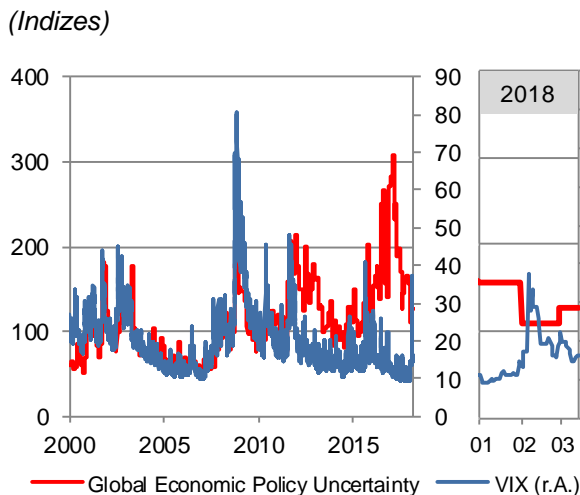


Quelle: Bloomberg.

Trotz der stabilen Konjunktur kam es an den globalen Aktienmärkten Anfang Februar zu einer erheblichen Preiskorrektur (Abb. 4.). Bereits vor den Kursverlusten waren die langfristigen Zinsen auf US-Staatsanleihen vor dem Hintergrund der

starken Konjunktur und der US-Steuerreform um über 40 Basispunkte gestiegen, und auch die europäischen Staatsanleihen reagierten mit entsprechend höheren Renditen. Während der Anstieg der Zinsen weitgehend dem Muster früherer Zinsanstiege folgte (wie z.B. während des „taper tantrum“ 2013), lösten paradoxerweise überraschend positive makroökonomische Daten (insbesondere der starke Lohnanstieg) in den USA die Korrektur aus. Der Kursrückgang war von einem gleichzeitigen Verkauf an den Aktien- und Anleihenmärkten gekennzeichnet – ein sehr ungewöhnliches Ereignis, da Anleihen und Aktien typischerweise negativ korreliert sind. Nachdem die US-Inflationserwartungen in den Tagen des Kursrückgangs mehr oder weniger unverändert blieben, erscheint es wahrscheinlich, dass höhere Realzinsersparungen oder ein durch die höheren Löhne befürchteter Druck auf die Gewinnmargen die Kurskorrektur auslöste.

Abb. 5: Divergenz zwischen wirtschaftspolitischer Unsicherheit und VIX

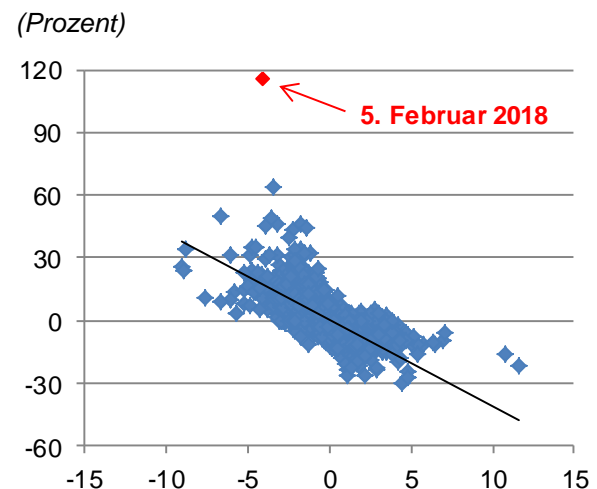


Quelle: Bloomberg. Bloom-Index basierend auf Baker, Bloom und Davis (2016).

Der Preisrückgang an den Aktienmärkten bedeutete auch die Phase historisch niedriger Volatilität, die in den letzten Monaten im Lichte der starken Konjunktur kombiniert mit den günstigen Fi-

nanzierungsbedingungen zu beobachten war. In den letzten Jahren hatte sich die Volatilität an den Aktienmärkten zunehmend von anderen Unsicherheitsmassen entkoppelt (Abb. 5). Ein möglicher Grund dafür könnten die umfangreichen Anleihenkäufe der grossen Zentralbanken gewesen sein. Die quantitative Lockerung übte Druck auf die langfristigen Zinsen aus und stärkte somit die Realwirtschaft und die Aktienmärkte. Der jüngste Anstieg der impliziten Volatilität bereitere dieser Divergenz zumindest kurzfristig ein Ende. Ob der Anstieg der impliziten Aktienvolatilität (VIX) von längerer Dauer ist, muss jedoch erst abgewartet werden.

Abb. 6: Tägliche Veränderungen des S&P 500 und der impliziten Volatilität (VIX)



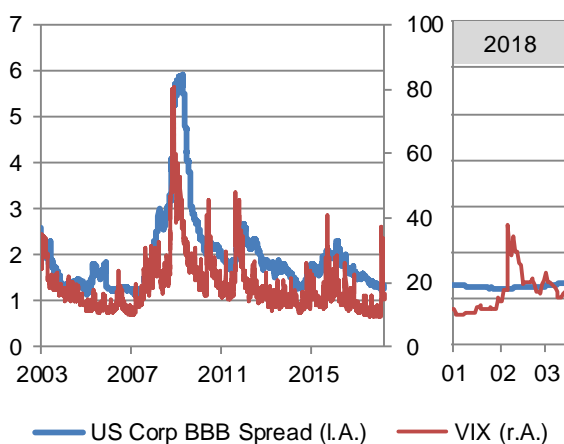
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen. Die vertikale Achse zeigt die täglichen Veränderungen der impliziten Volatilität (VIX), die horizontale Achse tägliche Veränderungen des S&P 500 Index, jeweils in Prozent. Das dargestellte Sample inkludiert tägliche Daten ab Januar 2000.

Der Anstieg des VIX (also der impliziten zukünftigen Volatilität der Aktienkurse) ist in einer Phase mit fallenden Kursen an sich nichts Ungewöhnliches. Das Ausmass des Anstiegs am 5. Februar war hingegen sehr ungewöhnlich (Abb. 6), die prozentuelle Veränderung war um etwa das sechsfache höher als dies von ähnlichen historischen Kursrückgängen erwartet worden wäre.

Der Grund dafür dürfte einerseits im zuvor niedrigen Level des VIX liegen, andererseits zeigt die extreme Bewegung aber auch, dass die Märkte auf die Kurskorrektur nicht vorbereitet waren und daher sehr nervös reagierten. Während die Kurskorrektur Anfang Februar womöglich eine Phase höherer Unsicherheit an den Finanzmärkten einläutete, hat sich die Unruhe an den Aktienmärkten bisher kaum auf die Realwirtschaft übertragen. Historisch weisen die Zins-Spreads (für niedriger bewertete Unternehmensanleihen oder auch Staatsanleihen von Ländern niedrigerer Bonität) eine hohe Korrelation mit der impliziten Aktienvolatilität auf (Abb. 7). Obwohl der VIX Index im Februar stark anstieg, hat sich dies jedoch (noch) nicht auf die Risikoprämien ausgewirkt. Sowohl der Abstand von BBB-Unternehmens- zu US-Staatsanleihen als auch zwischen Staatsanleihen von Euro-Peripherieländern zu Bundesanleihen erhöhten sich nicht oder nur unwesentlich. Solange dies nicht der Fall ist, dürfte der Volatilitätsanstieg keine ernsteren Folgen für die Realwirtschaft nach sich ziehen.

Abb. 7: Risikoprämien reagieren bisher kaum auf höhere (implizite) Aktienmarktvolatilität

(Spread in Prozentpunkten; Index)



Quelle: Bloomberg. Die Risikoprämie errechnet sich aus der durchschnittlichen Zinsdifferenz zwischen Unternehmensanleihen (BBB-Rating) und 10y Treasuries.

3. Risiken

Der globale Aufschwung der Realwirtschaft und die nach wie vor günstigen Finanzierungsbedingungen haben sich in den letzten Monaten zunehmend gegenseitig verstärkt. Obwohl die makroökonomische Erholung an Breite gewonnen hat und damit risikomindernd wirkt, hat sich die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Kurskorrektur an den Finanzmärkten durch nach wie vor hohe Bewertungen, steigende Verschuldungsquoten im Haushalts- und nichtfinanziellen Unternehmenssektor sowie historisch niedrige Zeit- und Risikoprämien weiter erhöht. Ein stärkerer Anstieg der Kerninflation als erwartet und eine entsprechende Reaktion der Zentralbanken, oder andere Änderungen der Zinserwartungen könnten zu einem abrupten Zinsanstieg führen, eine Kurskorrektur auslösen und in der Folge das Wirtschaftsklima und das Wachstum negativ beeinflussen. Ein solcher abrupter Zinsanstieg, der auch durch den Anstieg der Risiko- und Zeitprämien in Richtung der historischen Durchschnittswerte ausgelöst werden könnte, würde starke Auswirkungen in der Real- wie auch der Finanzwirtschaft nach sich ziehen. Neben diesen finanzwirtschaftlichen Risiken hat sich in den letzten Wochen aber vor allem das politische Risiko deutlich erhöht. Der zunehmende Protektionismus, der derzeit von den Vereinigten Staaten ausgeht und im schlimmsten Fall in einem globalen Handelskrieg resultiert, gefährdet den globalen Aufschwung allgemein und wäre für kleine und offene Volkswirtschaften wie Liechtenstein besonders wachstumshemmend.

Dr. Martin Gächter
 Leiter Makroprudenzielle Aufsicht
martin.gaechter@fma-li.li
 20. März 2018

Der Volkswirtschaftsmonitor Q2/2018 wird voraussichtlich am 18. Juni 2018 publiziert.