

Volkswirtschaftsmonitor Q1/2019

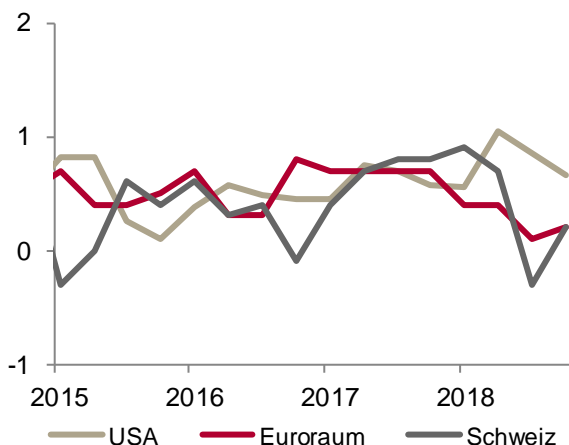
Liechtensteins Volkswirtschaft mit starkem Wachstum 2017 – globaler Konjunkturabschwung zögert die geldpolitische Wende weiter hinaus

Die ersten Monate des Jahres 2019 sind durch eine anhaltend hohe politische Unsicherheit und eine globale Konjunkturabkühlung gekennzeichnet. Die Finanzmärkte verzeichneten nach der starken Kurskorrektur im Dezember im neuen Jahr eine deutliche Erholung. Der scheinbare Widerspruch erklärt sich aus den Zinserwartungen und den geldpolitischen Entscheidungen, die Normalisierung der Geldpolitik im Euroraum weiter hinauszuzögern und in den USA weitere Zinserhöhungen bis auf weiteres auszusetzen. Die Zinsstrukturkurven haben sich folglich in den letzten Wochen deutlich nach unten verschoben, die Aktienmärkte entsprechend darauf reagiert. Die Risiken für die globale Konjunktur sind jedoch trotz des Kursfeuerwerks vor dem Hintergrund von zunehmendem Protektionismus, dem unklaren Ausgang der Brexit-Debatte und den hohen Bewertungen an den Aktienmärkten nicht kleiner geworden. Vielmehr zeigen die rezenten Entwicklungen die hohe Abhängigkeit der Finanzmärkte von der lockeren Geldpolitik rund um den Globus. Eine Zinserhöhung könnte damit in Zukunft noch schwieriger werden, und die mit dem Niedrigzinsumfeld verbundenen Finanzstabilitätsrisiken erfordern ein intensives Monitoring des Finanzsektors aus einer makroprudenziellen Perspektive.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Die globale Konjunktur hat sich im Laufe des Jahres 2018 zunehmend abgekühlt. Das BIP-Wachstum konnte sich – nach einem kontinuierlichen Rückgang im Jahresverlauf – sowohl im Euroraum als auch in der Schweiz im vierten Quartal 2018 bei 0,2% (q-o-q) etwas stabilisieren. Auch in den USA schwächte sich die Konjunktur gegen Ende des Jahres ab, wenngleich das Quartalswachstum mit 0,7% (q-o-q) stärker ausfiel als im Euroraum (Abb. 1). Der IWF hat im Januar seine Prognosen für die Weltwirtschaft nach unten revidiert und prognostiziert nun für 2019 ein globales Wachstum von 3.5%.

Abb. 1: BIP-Wachstum
(Wachstum zum Vorquartal in Prozent)



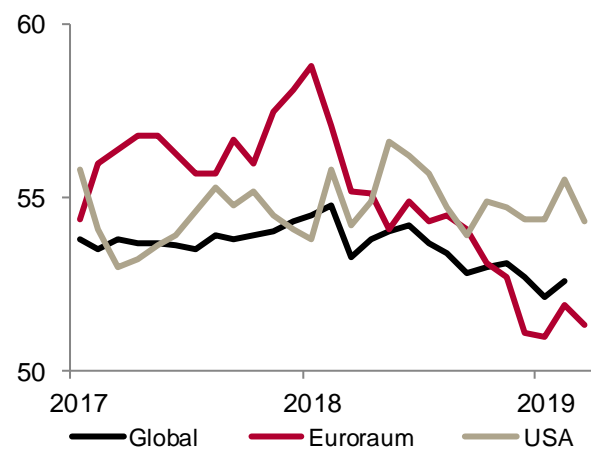
Quelle: Bloomberg, nationale Quellen.

Frühindikatoren deuten auf eine noch deutlichere Konjunkturabkühlung hin, zeigen aber weiterhin positives Wachstum an. Die Einkaufsmanagerindizes (Purchasing Manager Index, PMI, Abb. 2) haben sich seit Jahresanfang 2018 deutlich abgeschwächt, wenngleich sie zuletzt eine leichte Stabilisierung andeuten könnten. Die wichtigsten PMIs befinden sich jedoch nach wie vor über der 50-Punkte Marke, womit zwar niedrigeres, aber weiterhin positives Wachstum für die kommenden Monate signalisiert wird. Auch die Stimmungsindikatoren in der Schweiz und Deutschland bestätigen den Abschwung; der KOF-Konjunkturbarometer sank im Februar auf

92,4 und damit den tiefsten Wert seit Anfang 2015, während der ifo-Geschäftsklimaindex mit einem Wert von 98,5 Punkten auch für Deutschland schwächere Konjunkturaussichten andeutet.

Abb. 2: Frühindikatoren signalisieren Konjunkturabkühlung

(Einkaufsmanagerindex; Diffusionsindex)

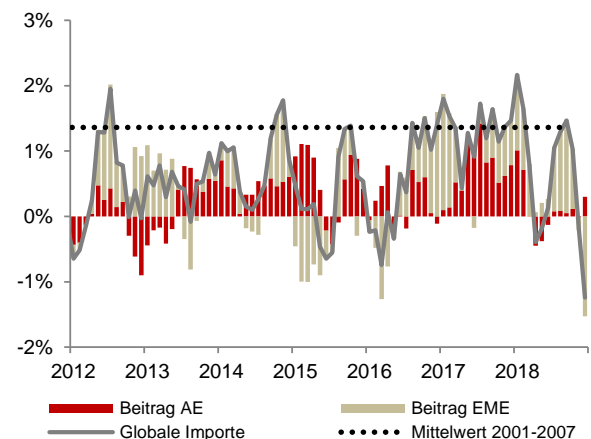


Quelle: Bloomberg, Markit.

Auch die globale Handelstätigkeit hat sich im schwächeren Konjunkturmilieu deutlich abgekühlt (Abb. 3). Dabei ist vor allem das Wachstum des Güterhandels in den Schwellenländern stark gesunken und zuletzt sogar ins Negative gerutscht.

Abb. 3: Globaler Handel schwächelt

(3m-o-3m Wachstum in Prozent)

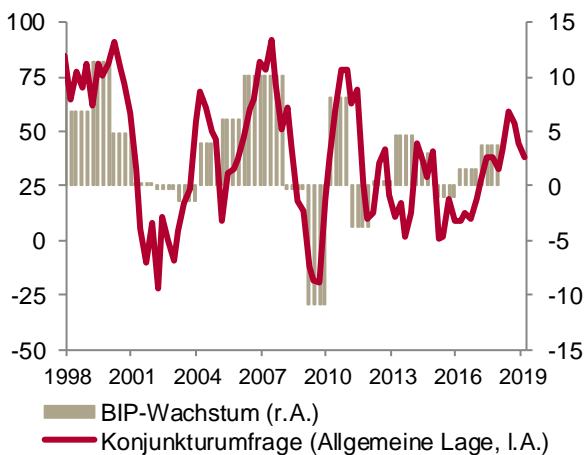


Quelle: CPB Netherlands.

Der Beitrag der entwickelten Volkswirtschaften blieb zum Jahresende leicht positiv, schwankt allerdings seit Anfang 2018 um die Null-Linie. Die weltweiten Handelskonflikte sowie die angeschlagene Weltwirtschaft haben somit erhebliche Auswirkungen auf die globale Handelstätigkeit, wodurch das Welthandelwachstum weit unter dem langfristigen Mittel liegt. Zwar sollten die Werte der globalen Handelsindizes aufgrund der starken Volatilität sowie der häufigen Datenrevisionen nicht überbewertet werden, jedoch könnte der globale Konjunkturabschwung über den schwachen Handel weiter verstärkt werden.

Abb. 4: Konjunkturelle Lage in Liechtenstein

(nominelles BIP-Wachstum in Prozent; Index)



Quelle: Amt für Statistik.

Die Konjunkturaussichten für Liechtenstein sind weiterhin positiv, die Stimmungsindikatoren gaben zuletzt aber auch etwas nach. Anfang März wurde für Liechtenstein die Schätzrechnung für das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2017 veröffentlicht. Darin errechnet das Amt für Statistik einen Anstieg des nominalen BIPs auf CHF 6.4 Milliarden im Jahr 2017, ein Plus von 3.8% gegenüber dem Vorjahr. Die positive Konjunkturentwicklung lässt sich auch am starken Anstieg der Beschäftigtenzahlen ablesen (ein Plus von 3% gegenüber dem Vorjahr), bei einer niedrigen Arbeitslosenquote von zuletzt 1.8% im Februar. Gleichzeitig ist Liechtenstein aufgrund seiner exportorientierten Volkswirtschaft stark von der externen Nachfrage abhängig, da ein

Grossteil der in Liechtenstein produzierten Waren und Dienstleistungen für das Ausland bestimmt sind. Die Warenexporte (Direktexporte ohne die Schweiz) sind 2018 im Vergleich zum Vorjahr um 8.4% gestiegen, während die Direktimporte nur leicht um 0.6% zugenommen haben. Die liechtensteinische Industrie und das warenproduzierende Gewerbe zeigen sich nach wie vor zufrieden mit der allgemeinen Lage. Gemäss der neuesten Konjunkturumfrage beurteilen rund 45% der befragten Unternehmen die Geschäftslage als gut, 54% als befriedigend und nur 1% als schlecht. Obwohl damit seit Mitte 2018 ein leichter Rückgang bei der Beurteilung der allgemeinen Lage zu erkennen ist (Abb. 4), bleiben die Aussichten im internationalen Vergleich vergleichsweise positiv.

2. Inflation & Finanzmärkte

Die Inflationsraten sind weiter rückläufig, obwohl die Energiepreise seit Jahresbeginn wieder zugenommen haben. Trotz der Erholung am Arbeitsmarkt schwächte sich der Inflationsdruck zuletzt weiter ab. Die Arbeitslosenquote in den USA ist leicht auf 4% gestiegen, befindet sich jedoch seit über zwei Jahren unter der natürlichen Arbeitslosenquote, die von der Federal Reserve bei etwa 4,5% angenommen wird. Der Arbeitsmarkt im Euroraum setzte die Erholung weiter fort, die Arbeitslosenrate sank auf 7,9%. Die seit Jahresbeginn steigenden Ölpreise konnten den Rückgang der Inflationsraten nicht wettmachen. Die Inflationsraten sind sowohl in den USA (1,5% y-o-y im Februar), als auch im Euroraum (1,5%) und in der Schweiz (0,6%) seit Oktober 2018 merklich gesunken. Auch die Kerninflationsrate (ohne den volatilen Energie- und Lebensmittelpreisen) ist in den USA in den vergangenen Monaten leicht zurückgegangen, was auf einen sinkenden Lohndruck am Arbeitsmarkt hindeutet.

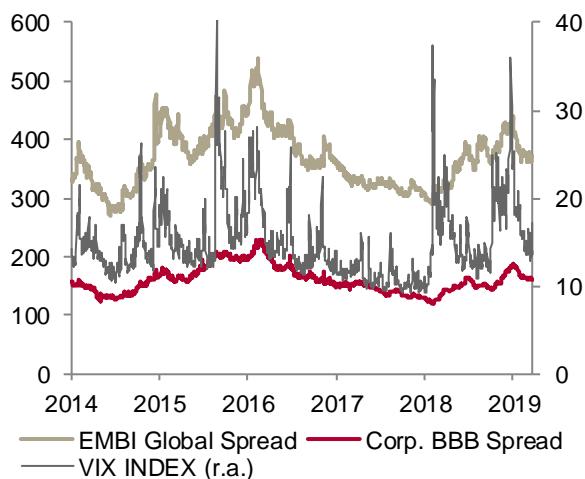
In der letzten geldpolitischen Entscheidung kündigte der EZB-Rat an, die Leitzinsen mindestens bis Ende 2019 auf ihrem aktuellen Niveau zu belassen. Gleichzeitig beabsichtigt die EZB die Tilgungsbeträge aus den fällig ge-

wordenen Wertpapieren bis nach der Erhöhung der Leitzinsen zu reinvestieren. Damit hält die EZB über einen längeren Zeitraum als geplant und von den Märkten erwartet an ihrer expansiven Geldpolitik fest. Deutsche Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit rentierten zuletzt zum ersten Mal seit Ende 2016 wieder negativ, was neben der jüngsten geldpolitischen Entscheidung auch die niedrigeren langfristigen Wachstumserwartungen widerspiegelt. Aufgrund dessen ist davon auszugehen, dass auch die Schweizerische Nationalbank die Zinserhöhung weiter hinauszögert, um keinen Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken auszulösen.

Auch die US-Notenbank ist zuletzt auf einen expansiveren Kurs eingeschwenkt und hat im März angekündigt weitere Zinserhöhungen vorerst auszusetzen. Nachdem im vergangenen Dezember für 2019 noch zwei Zinserhöhungen geplant und erwartet worden waren, hat die Fed aufgrund der unsicheren Konjunkturaussichten eine Zinspause signalisiert. Die Zinsstrukturkurve auf US-Treasuries hat sich zuletzt bis zu einer Laufzeit von etwa 7 Jahren invertiert. Eine inverse Zinsstrukturkurve signalisiert eine nahende Rezession, da von den Märkten bereits Zinssenkungen eingepreist werden.

Abb. 5: Risikoprämien geben nach geldpolitischen Ankündigungen wieder etwas nach

(Basispunkte; Index)

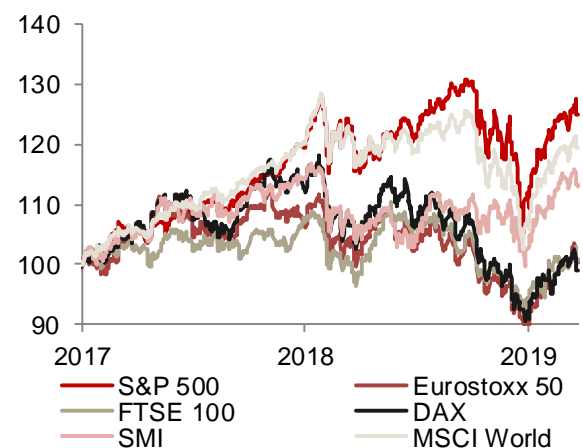


Quelle: Bloomberg.

Obwohl die Zinsstrukturkurve nur leicht fallend ist, signalisiert die Trendumkehr der Fed ernsthafte Bedenken, dass die US-Konjunktur weiter abkühlen könnte. Aufgrund der lockeren Geldpolitik sowohl im Euroraum als auch in den USA sind die Risikoprämien sowohl für schlechter geratete Unternehmensanleihen als auch für die Schwellenländer wieder etwas gesunken (Abb. 5), obwohl die politische Unsicherheit und auch die Volatilitätsausschläge an den Aktienmärkten in den vergangenen Monaten deutlich zugenommen haben.

Abb. 6: Aktienmärkte verlieren zum Jahresende, holen jedoch seither wieder deutlich auf

(Index 01.01.2017 = 100)



Quelle: Bloomberg.

Vor dem Hintergrund der geldpolitischen Lockerung zeigen die Aktienmärkte seit Jahresbeginn einen starken Anstieg – trotz deutlicher Konjunkturabkühlung, Abwärtsrevisionen bei den Gewinnprognosen und hoher politischer Unsicherheit. Seit Anfang des Jahres zeigen die globalen Aktienmärkte eine starke Kurserholung, nachdem sie zum Jahresende deutlich nachgegeben hatten (Abb. 6). Diese rezenten Kursanstiege an den Börsen sind auf die geänderten Einschätzungen der Notenbanken und ihre damit zusammenhängenden geldpolitischen Entscheidungen zurückzuführen, die die Märkte in dieser Form nicht erwartet hatten. Die Zinsstrukturkurven für Laufzeiten über einem Jahr haben sich seit Beginn des Jahres sowohl in

den USA als auch im Euroraum (bzw. Deutschland) nach unten verschoben und deuten damit niedrigere langfristige Wachstumsaussichten an. Trotzdem scheint die seither gelockerte Geldpolitik diesen Faktor zu überwiegen. Auch der implizite Volatilitätsindex hat in den letzten Wochen wieder abgenommen, was vor dem Hintergrund der historisch hohen politischen Unsicherheit wohl auch auf die geänderten Finanzierungsbedingungen zurückzuführen sein dürfte.

Liechtensteins Bankensektor verzeichnete auch 2018 ein erfolgreiches Jahr. Die vorläufigen Zahlen deuten auf eine ähnliche Gewinnlage wie 2017 hin, als der Bankensektor auf konsolidierter Ebene aggregiert Gewinne von CHF 574 Millionen auswies. Einige Institute konnten ihre Gewinne weiter ausbauen, während sie bei anderen leicht zurückgingen. Detaillierte Zahlen zum Jahr 2018 werden in der Broschüre „Finanzmarkt Liechtenstein“ im April veröffentlicht.

3. Risiken

Das Risiko des fehlenden bzw. sehr begrenzten geldpolitischen Spielraums in der Abschwungphase des Konjunkturzyklus könnte sich nun materialisieren. Nachlassendes BIP-Wachstum, fallende Früh- und Stimmungsindikatoren sowie die breite Abwärtsrevision der Wachstumsaussichten für die wichtigsten Volkswirtschaften implizieren wenig Zweifel, dass sich die globale Konjunktur zunehmend abkühlt. Vor diesem Hintergrund hat die EZB ihre erste Zinsanhebung auf nächstes Jahr hinausgeschoben und auch die US-Notenbank hat ihre Normalisierung der Geldpolitik – also weitere Zinserhöhungen, die noch Ende des Jahres 2018 erwartet worden waren – zuletzt ausgesetzt. Zwar ist aus heutiger Sicht noch nicht davon auszugehen, dass die grossen Volkswirtschaften in eine technische Rezession mit fallenden Wachstumsraten fallen, jedoch hat sich die Rezessionswahrscheinlichkeit deutlich erhöht. Zwar stehen den Zentralbanken weitere unkonventionelle Instrumente zur Verfügung, um die Konjunktur zu stimulieren, jedoch ist die Wirksamkeit dieser In-

strumente in einem Nullzinsumfeld zunehmend in Frage zu stellen.

Trotz des Wachstumsrückgangs bleiben die Abwärtsrisiken hoch. Die politische Unsicherheit stieg in den letzten Monaten vor dem Hintergrund der internationalen Handelskonflikte, Unsicherheiten in Bezug auf den Brexit sowie Sorgen um einen stärker als erwarteten Abschwung in China auf ein historisch hohes Niveau. Die Aktienmärkte bleiben zudem historisch hoch bewertet, insbesondere in den USA, und der Verschuldungsgrad hat sich in den letzten Jahren weiter erhöht, insbesondere im nicht-finanziellen Unternehmenssektor, der bereits zuvor hoch verschuldet war. Diese Faktoren können eine globale Rezession im Ernstfall zusätzlich verstärken.

Die Reaktion der Finanzmärkte auf den Konjunkturabschwung und die geldpolitische Lockerung macht die hohe Abhängigkeit der Finanzmärkte von der lockeren Geldpolitik deutlich. Während das Jahr 2018 eine vergleichsweise schwache Aktienmarkt-Performance brachte, sind die Zahlen seit Jahresbeginn deutlich besser. Der Umstand, dass die Erholung jedoch hauptsächlich auf die geldpolitische Lockerung zurückzuführen ist, die paradoxerweise durch schwächere Wachstumsaussichten ausgelöst wurde, macht die Risiken der aktuellen Bewertungen besonders deutlich. Eine Zinserhöhung in Europa ist derzeit in weite Ferne gerückt. Aufgrund der potenziellen Finanzstabilitätsrisiken aus dem Niedrigzinsumfeld müssen die Entwicklungen im Finanzsektor auch aus diesem Grund entsprechend sorgfältig überwacht werden.

Makroprudenzielle Aufsicht

Martin Gächter, martin.gaechter@fma-li.li

Sophia Döme, sophia.doeme@fma-li.li

25. März 2019

Der Volkswirtschaftsmonitor Q2/2019 wird im Juni 2019 publiziert.