

Volkswirtschaftsmonitor Q1/2021

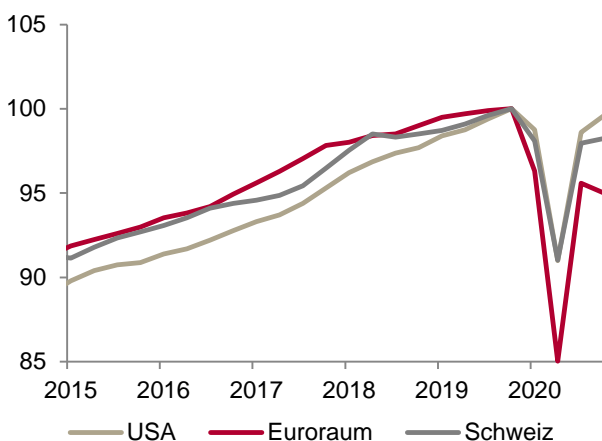
Starke, jedoch ungleiche Erholung – Hohe Bewertungen an den Finanzmärkten bleiben stark von Zins- und Inflationsentwicklung abhängig

Die wirtschaftliche Aktivität sowie die Handelstätigkeit haben sich im zweiten Halbjahr 2020 dank der massiven geld- und fiskalpolitischen Interventionen stark erholt, auch wenn die Erholung sehr unterschiedlich verläuft. Die Erholung in Liechtenstein – als kleine offene Volkswirtschaft – wird auch weiterhin stark von der Nachfrage der wichtigsten Handelspartner getrieben sein. Die Entkoppelung der Finanzmärkte von der Realwirtschaft hat sich weiter fortgesetzt, was massgeblich von der expansiven Fiskal- und Geldpolitik und den niedrigen Zinsen getrieben wird. Damit steigen die Risiken von Kurskorrekturen im Falle einer schleppenden Erholung oder einem Anstieg der Zinsen, welche insbesondere von der weiteren Inflationsentwicklung abhängen. Während die schwachen Arbeitsmärkte den Inflationsdruck dämpfen, werden die Inflationsraten in den nächsten Monaten aufgrund der Basiseffekte der Energiepreise weiter steigen, und auch sonst könnten einige kurzfristige Effekte – z.B. Nachholeffekte auf der Nachfrageseite, nachdem die Sparquoten während des Lockdowns in die Höhe geschneit sind – zu höherem Inflationsdruck führen. Ob es zu einem nachhaltigen Inflationsanstieg kommt, hängt hauptsächlich von den Inflationserwartungen ab: Steigen auch diese in den nächsten Monaten an, werden die Zentralbanken entsprechend reagieren müssen, um ihre Glaubwürdigkeit nicht aufs Spiel zu setzen. Die Inflation wird damit zu einer entscheidenden Kennzahl für die weitere Entwicklung an den Finanzmärkten. Die unmittelbaren Risiken für Liechtenstein halten sich aufgrund der soliden Fiskaldaten und der hohen Kapitalisierung des Finanzsektors weiterhin in Grenzen, müssen allerdings aus Finanzstabilitätsperspektive weiterhin laufend beobachtet werden.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Nach der starken Erholung im dritten Quartal 2020 wurden im vierten Quartal – mit Ausnahme des Euroraums – weiterhin positive Wachstumsraten verzeichnet, die wichtigsten Volkswirtschaften befinden sich allerdings nach wie vor unter dem Vorkrisenniveau. Während die Schweiz bzw. der Euroraum im vierten Quartal 2020 kaum eine Veränderung des realen Bruttoinlandsproduktes (BIP) gegenüber dem Vorquartal aufweisen (-0,6% im Euroraum und +0,3% in der Schweiz), verzeichneten die USA (+4,1%) und Japan (+3%) eine weitere wirtschaftliche Erholung. Trotz dieser positiven Entwicklungen bleibt die wirtschaftliche Aktivität weiterhin unter dem Vorkrisenniveau, wobei der Euroraum besonders stark betroffen ist (Abb.1). Die steigenden Infektionszahlen und die dadurch notwendig gewordenen Eindämmungsmassnahmen werden die wirtschaftliche Erholung auch im ersten Quartal 2021 dämpfen, wodurch die Auswirkungen der tiefen Rezession noch länger spürbar sein werden.

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



Quellen: Bloomberg, nationale Quellen.

Der globale Handel setzte seine Erholung zum Jahresende fort. Die Welthandelsaktivität, gemessen anhand der globalen Importe, ist seit dem zweiten Quartal 2020 kontinuierlich gewachsen (+4,1% im vierten Quartal 2020) und bewegt sich mittlerweile wieder auf Vorkrisenniveau.

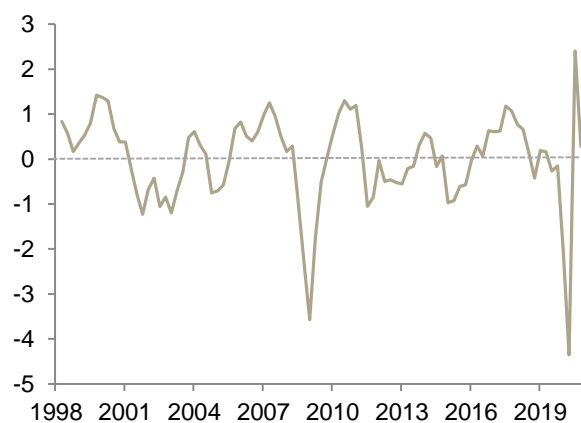
Die Frühindikatoren haben sich auf globaler Ebene stabilisiert, deuten allerdings auf deutliche regionale Unterschiede in der Erholung hin. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) in den USA stieg in den letzten Quartalen merklich an und deutet daher auf eine deutlich verbesserte wirtschaftliche Lage im ersten Quartal 2021 hin. Währenddessen hat sich das Geschäftsklima im Euroraum zwar seit dem Tief im November wieder etwas stabilisiert, befindet sich aber nach wie vor auf niedrigem Niveau – nicht zuletzt aufgrund der weitreichenden Eindämmungsmassnahmen in Europa. Die sektorale Betrachtung des PMI-Index auf globaler Ebene zeigt, dass der Industriesektor kaum von der zweiten Corona-Welle betroffen ist, die globalen Wertschöpfungsketten konnten also seit Herbst besser aufrechterhalten werden, als dies am Anfang der Pandemie der Fall war.

Die wirtschaftliche Erholung hat sich in Liechtenstein auch im vierten Quartal fortgesetzt, schwächte sich aber merklich ab. Der Konjunkturindikator «KonSens» des Liechtenstein-Instituts (Abb. 2) blieb nach dem stärksten Einbruch seit Beginn der Zeitreihe im zweiten Quartal 2020 und den anschliessenden Nachholeffekten auch im vierten Quartal des Jahres leicht positiv und zeigte damit eine leicht überdurchschnittliche Kapazitätsauslastung an, die jedoch angesichts der laufenden fiskalischen Unterstützungsmassnahmen (Kurzarbeit etc.) mit Vorsicht zu interpretieren ist. Trotz der Erholung im zweiten Halbjahr bleibt die Konjunkturbilanz für das Jahr 2020 deutlich negativ, ist jedoch dieses Mal vom Ausmass her – anders als in der globalen Finanzkrise 2008/09 – mit jenen in grösseren europäischen Volkswirtschaften vergleichbar. Im Januar 2021 haben die liechtensteinischen Güterexporte ihren Vorjahreswert zum ersten Mal seit Beginn der Pandemie wieder übertroffen, nachdem sie sich bereits seit dem dritten Quartal auf einem Aufwärtstrend befinden. Auch der Arbeitsmarkt in Liechtenstein bleibt – nicht zuletzt dank der fiskalischen Hilfsmassnahmen – nach wie vor stabil, die Arbeitslosenquote blieb zuletzt bei rund 2% und lag damit nur knapp über dem Niveau von vor der Krise. Die weitere Erholung der Volkswirtschaft in Liechtenstein wird naturgemäss stark von der Nachfrage in den

wichtigsten Exportmärkten sowie den Eindämmungsmassnahmen innerhalb des Landes abhängen.

Abb. 2: Konjunkturindikator „KonSens“

(Index)



Quelle: Liechtenstein-Institut.

Die Auswirkungen der Pandemie auf den liechtensteinischen Finanzsektor halten sich bisher in Grenzen.

Der liechtensteinische Bankensektor war auch in der Krise von hohen Kapital- und Liquiditätsindikatoren geprägt. Die konsolidierte CET1-Ratio betrug Ende 2020 gemäss provisorischer Meldung 21,7%, ein deutlicher Anstieg relativ zum letzten Jahr (20,0%). Das Kredit-Einlagen-Verhältnis (*loan-to-deposit ratio*), eine wichtige Liquiditätskennzahl, hat sich im letzten Jahr noch einmal verbessert und beträgt – ebenfalls laut provisorischen Zahlen – per Ende letzten Jahres 63,7%. Die verwalteten Kundenvermögen stiegen nach einem zwischenzeitlichen Rückgang dank der starken Finanzmarkterholung sowie signifikanten Netto-Neugeldzuflüssen auf ein neues Rekordhoch und betragen mit Ende des Jahres CHF 365,4 Mrd. Trotz dieser positiven Zahlen muss die Qualität der Vermögenswerte vor dem Hintergrund der noch nicht ausgestandenen Pandemie weiterhin aufmerksam beobachtet werden. Der Anteil der notleidenden Kredite ist im zweiten Halbjahr 2020 im Vergleich zur Vorkrisenperiode angestiegen, wenn auch auf einem niedrigen Niveau. Der Anstieg ist vor allem auf Banken zurückzuführen, bei denen neben ihrem Fokus auf Private Banking und Vermögensverwaltung auch das

(inländische) Retail- und Firmenkundengeschäft eine nicht unwesentliche Rolle spielt. Die weitere Entwicklung der notleidenden Kredite, und damit potenzielle Auswirkungen auf die Finanzstabilität, wird stark von der Erholung des nicht-finanziellen Sektors bzw. von möglichen Insolvenzen aufgrund der Beendigung der fiskalischen Massnahmen (auch im Ausland) abhängen. Zwar ist es wahrscheinlich, dass der liechtensteinische Bankensektor weniger von Kreditausfällen betroffen sein wird, als dies in anderen Ländern der Fall ist, jedoch müssen die Auswirkungen der aufgrund der COVID-19-Pandemie ergriffenen Massnahmen zum Schutz der Realwirtschaft auf die Finanzstabilität weiterhin aufmerksam beobachtet werden.

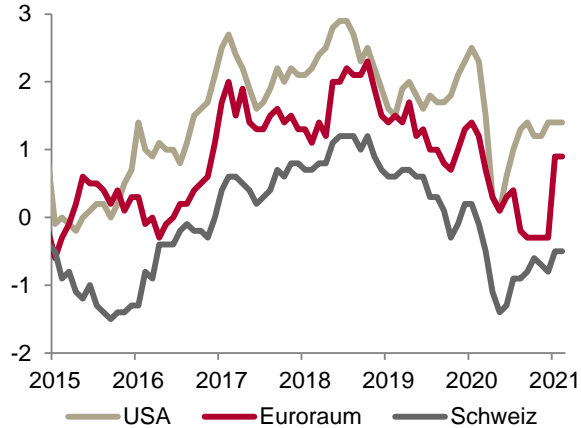
2. Inflation & Finanzmärkte

Die wichtigsten Zentralbanken halten an ihrem expansiven geldpolitischen Kurs fest.

Sowohl die Europäische Zentralbank (EZB) als auch die US-Notenbank Fed haben im März ihre Leitzinsen unverändert belassen und eine Fortsetzung ihrer Ankaufsprogramme beschlossen. Die US-Notenbank bekräftigte ihr Bestreben zur Erreichung einer temporären Inflation über dem Ziel von 2%, um die (zu) niedrige Inflation der letzten Monate auszugleichen. Für diesen Zweck führt sie das im Januar beschlossene zusätzliche Ankaufsprogramm fort und bekräftigte gleichzeitig die «Forward Guidance», dass die Zinsen noch lange Zeit auf ihrem aktuell niedrigen Level bleiben. Die EZB beschloss vor dem Hintergrund leicht steigender längerfristiger Zinsen eine Beschleunigung ihres Ankaufsprogramms. Dies sei angesichts anziehender Finanzierungsbedingungen in der aktuellen Situation notwendig, weil der zugrundeliegende Inflationsdruck mittelfristig niedrig bleibe. Auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat in ihrem geldpolitischen Lagebericht angekündigt, an ihrem expansiven Kurs festzuhalten und bei Bedarf weiterhin Deviseninterventionen durchzuführen. Die expansive Geldpolitik vergünstigt die Finanzierungsbedingungen für die Realwirtschaft, führt aber auch zu stark gedrückten Risikoprämien an Kredit- und Anleihenmärkten, wo sich die Spreads mittlerweile auf oder sogar unter ihrem Vorkrisenniveau bewegen.

Abb. 3: Inflation

(Prozent)



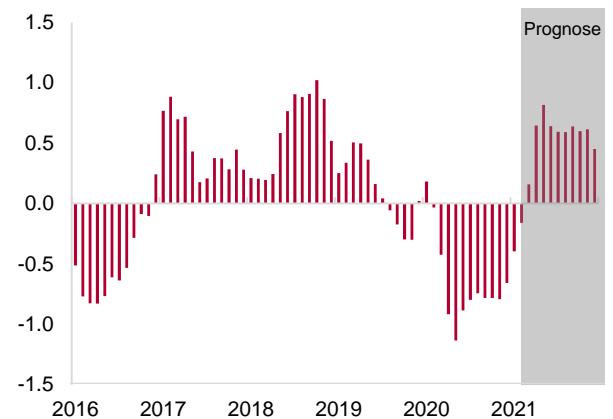
Quelle: Bloomberg, nationale Quellen.

Trotz der schwachen konjunkturellen Entwicklung hat der Inflationsdruck in den letzten Monaten zugenommen und wird sich – zumindest vorübergehend – weiter verstärken. Die Inflationsrate in den USA betrug im Februar 1,4%, während die Teuerung im Euroraum auf 0,9% und auch in der Schweiz auf niedrigerem Level (-0,5%) leicht angestiegen ist (Abb. 3). Für die nächsten Monate wird von einem weiteren Anstieg der Inflation ausgegangen. Ein wesentlicher Faktor spielen dabei die Energiepreise: Nach dem Absturz des Ölpreises im März 2020 haben sich die Energiepreise in den letzten Monaten wieder deutlich erholt, was sich in den nächsten Monaten – trotz des relativ niedrigen Gewichtes der Energiepreise im Warenkorb – in den Inflationsraten deutlich bemerkbar macht. Selbst unter der konservativen Annahme von gleichbleibenden Energiepreisen (auf dem Niveau von Februar 2021) drehen die Beiträge der Energiepreise zur Inflation in den kommenden Monaten deutlich ins Positive (Abb. 4). Diese Entwicklung ist dem sogenannten Basiseffekt geschuldet, weil die Energiepreise Mitte 2020 sehr niedrig waren und die Inflationsrate nun als jährliche Veränderung gegenüber diesem Level berechnet wird. Diese deutlich positiven Beiträge wirken sich grundsätzlich nur temporär aus, könnten sich allerdings – sollten auch die Inflationserwartungen ansteigen – in dauerhaft höheren Inflationsraten niederschlagen, falls die zunehmende Teuerung beispielsweise in

Lohnverhandlungen von Gewerkschaften berücksichtigt wird. Dies hängt wiederum von den Entwicklungen an den Arbeitsmärkten ab.

Abb. 4: Basiseffekte der Energiepreise

(Basiseffekte im Euroraum in Prozentpunkten)



Quelle: Eurostat, eigene Berechnungen. Annahme der Prognose sind konstante Energiepreise auf dem Level von Februar 2021.

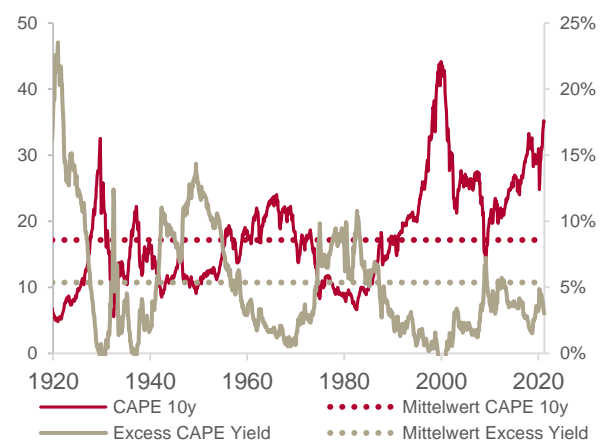
Die Unsicherheit über die weitere Inflationsentwicklung ist derzeit so hoch wie schon lange nicht mehr. Kurzfristig wird der schwache Arbeitsmarkt in den nächsten Monaten dämpfend auf den Inflationsdruck wirken, wobei das Ausmass stark davon abhängt, um wie viel die Arbeitslosenquoten steigen, wenn die fiskalischen Massnahmen auslaufen. Auf der anderen Seite gibt es jedoch auch kurzfristig einige Faktoren, die für einen steigenden Inflationsdruck sprechen: Neben den Basiseffekten der Energiepreise könnte die stark gestiegene Sparquote der privaten Haushalte während des Lockdowns eine wichtige Rolle spielen, da die damit verbundenen Nachholeffekte mit zunehmenden Lockerungen einen Nachfrageschub bewirken können. Diese nachfrageseitigen Nachholeffekte, kombiniert mit der expansiven Geld- und Fiskalpolitik, sowie die angebotsseitige Verknappung als Folge von einer möglichen Insolvenzwelle nach Auslaufen der fiskalischen Unterstützungsmassnahmen könnten den Inflationsdruck tendenziell erhöhen. Auch aus einer längerfristigen Perspektive sprechen einige strukturelle Faktoren für eine steigende Inflation in den kommenden Jahren, z.B. der zunehmende

Arbeitskräftemangel aufgrund demografischer Faktoren sowie zunehmender Protektionismus und eine stagnierende Globalisierung, welche den kontinuierlichen Abwärtsdruck auf die Inflation aufgrund von billigen Importen abschwächt. Ob und wann es zu einem nachhaltigen Inflationsanstieg kommt, hängt vor allem von den Inflationserwartungen ab. Sollten sich die höheren Inflationsraten der nächsten Monate auch in höheren Erwartungen niederschlagen, wird ein nachhaltiger Inflationsanstieg wahrscheinlicher. Andererseits ist dieses Risiko kleiner, je schwächer die Erholung am Arbeitsmarkt ausfällt. Das zunehmende Inflationsrisiko spiegelt sich auch in den marktbasierten Inflationserwartungen – vor allem in den USA – wider, die in den vergangenen Monaten stark zugenommen haben und sich auf dem höchsten Niveau seit etwa acht Jahren befinden.

Die hohen Bewertungen an den Finanzmärkten hängen stark vom niedrigen Zinsniveau – und damit von der Inflationsentwicklung – ab. Das zyklisch bereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis (*cyclically adjusted P/E ratio*, CAPE), ein weit beachtetter Index zur Bewertung von Aktienmärkten, zeigt eine deutliche Überbewertung des US-Aktienmarktes an, wenn man die Gewinne der vergangenen zehn Jahre in Relation zu den aktuellen Kursen setzt (Abb. 5). Dieser Indikator lag nur kurz vor dem Platzen der Dot-Com-Blase Anfang des Jahrtausends höher, berücksichtigt jedoch nicht, dass die Zinsen heute deutlich niedriger sind als im Durchschnitt des vergangenen Jahrhunderts. Zieht man das niedrigere Zinsniveau in Betracht, indem man die Differenz aus erwarteter Aktien- und Anleihenrendite errechnet¹, so ergibt sich ein etwas anderes Bild. Diese Überrendite (*excess yield*) des Aktienmarktes relativ zum Anleihenmarkt liegt zwar auch unter dem langjährigen Durchschnitt, die Überbewertung erscheint aber anhand dieses Masses im historischen Vergleich nicht ungewöhnlich. Während die niedrigen Zinsen aufgrund des höheren Barwerts zukünftiger Gewinne natürlich eine wichtige Rolle bei der hohen Bewertung spielen, ist dieser

Erklärungsansatz mit Risiken verbunden, da damit implizit die hohen Aktienbewertungen mit hohen Anleihenbewertungen erklärt werden. Ein Anstieg der Inflation und damit einhergehend der Zinsen könnte jedoch zu einer gleichzeitigen Korrektur an Aktien- und Anleihenmärkten führen.

Abb. 5: Bewertungen an den Aktienmärkten (Zyklisch bereinigtes KGV; Prozent)



Quelle: R. Shiller. KGV steht für Kurs-Gewinn-Verhältnis (P/E ratio).

Die Inflationsentwicklung ist daher entscheidend für die weiteren Zinssaussichten und damit auch für die Entwicklung an den Finanzmärkten. Die globalen Aktienmärkte – insbesondere in den USA – jagten in den letzten Wochen einen Rekord nach dem anderen. Mit den steigenden Inflationserwartungen – und der damit entstandenen Unsicherheit über die weitere Zinsentwicklung – hat sich die Volatilität zuletzt jedoch erhöht. Trotz der starken Erholung ist bei den aktuellen Rekordständen nach wie vor von einer Entkoppelung der Finanzmärkte von der Realwirtschaft die Rede, weil die Bewertungen vor allem vom niedrigen Zinsniveau getrieben sind. Während sich die Zinsstrukturkurven im Euroraum, der Schweiz und Japan mehr oder weniger parallel nach oben verschoben haben, hat sich diese in den USA in den letzten Wochen gedreht und ist deutlich steiler geworden. Ein solcher Anstieg am langen Ende der Zinskurve lässt sich gut

¹ Dabei wird vom Kehrwert des CAPE Index (also der erwarteten Aktienrendite) die reale Rendite auf 10-jährige Staatsanleihen abgezogen.

verkraften, wenn dieser Zinsanstieg von verbesserten Wachstumsaussichten getrieben ist. Auf der anderen Seite stellen steigende Inflationserwartungen ein erhebliches Risiko für Kurskorrekturen dar, weil die Zentralbanken in diesem Fall früher oder später mit restriktiver Geldpolitik reagieren müssten, um ihre Glaubwürdigkeit nicht aufs Spiel zu setzen. Bisher haben die höheren Zinsen vor dem Hintergrund der anhaltenden Ankaufsprogramme und wiederholten Forward Guidance der Zentralbanken am Aktienmarkt noch zu keinen grösseren Korrekturen geführt. Wie schon 2013 während des «*Taper tantrum*» ist es jedoch im aktuellen Umfeld, das von extrem lockerer Geldpolitik geprägt ist, nicht unwahrscheinlich, dass es zu «umgekehrten» Effekten von Konjunkturnachrichten kommt: Positive Konjunkturnachrichten könnten damit zu fallenden Aktienkursen führen, weil damit höhere Zinsen wahrscheinlicher werden.

3. Risiken

Die Unsicherheit bleibt trotz der realwirtschaftlichen Erholung nach wie vor hoch. Die zukünftige Entwicklung wird insbesondere von den Impfkampagnen und der Wirksamkeit der Impfungen gegen die Virusmutationen abhängen, welche sich in den vergangenen Monaten rasant ausbreiten. Die seit Monaten andauernden Lockdown-Massnahmen treffen die Realwirtschaft schwer und beeinflussen auch die Dauer des Nachfrageschocks. Nach Auslaufen der pandemiebedingten fiskalischen Unterstützungsmassnahmen wird die Entwicklung von Unternehmensinsolvenzen eine entscheidende Rolle für die realwirtschaftliche Erholung und auch für die Stabilität des Finanzmarktes spielen. Der normalerweise einer Rezession folgende Anstieg von Insolvenzen hat sich in der Coronavirus-Pandemie bisher nicht materialisiert. Gleichzeitig bleibt es unklar, ob die staatlichen Unterstützungsmassnahmen die Unternehmensinsolvenzen nur hinausgezögert haben oder ob diese auch vermieden werden können. Die Auswirkungen der Moratorien und (fiskalpolitischen) Massnahmen auf die Real- und Finanzwirtschaft müssen daher weiterhin genau beobachtet werden und sollten keinesfalls zu abrupt beendet

werden, um die Finanzmarktstabilität nicht zu gefährden. Gleichzeitig sind die hohen und nach wie vor steigenden Verschuldungsquoten des nicht-finanziellen Sektors, in vielen Staaten sowohl im öffentlichen als auch im privaten Bereich, mit zunehmenden Risiken in Bezug auf die Schuldennachhaltigkeit verbunden.

Für den Finanzsektor stellen ein möglicher Anstieg der Kreditausfälle, die niedrige Profitabilität sowie die hohe Bewertung an den Finanzmärkten mögliche Risiken dar. In den letzten Wochen lässt sich ein Anstieg der Volatilität auf den Finanzmärkten beobachten, die das Potenzial haben, sich weiter zu verstärken, wenn der Risikoappetit der Anleger abnimmt, die Inflationserwartungen weiter steigen oder die hohen realwirtschaftlichen Kosten der Pandemie sichtbar werden. Ein signifikanter Anstieg der Unternehmensinsolvenzen als Folge des Auslaufens der pandemiebedingten Massnahmen könnte zu höheren notleidenden Krediten führen und den Bankensektor auf europäischer Ebene bei der Finanzierung der wirtschaftlichen Erholung beeinträchtigen. Insgesamt bleibt die Profitabilität im Bankensektor eine Herausforderung, wenngleich die inländischen Banken weniger davon betroffen sind, als dies in anderen Ländern der Fall ist.

Die Finanzstabilitätsrisiken in Liechtenstein sind trotz der hohen Unsicherheit auf globaler Ebene nach wie vor überschaubar. Auch wenn die liechtensteinische Wirtschaft aufgrund ihrer kleinen Grösse stark von der externen Nachfrage abhängt, halten sich die Finanzstabilitätsrisiken in Grenzen. Der liechtensteinische Bankensektor zeichnet sich durch überdurchschnittliche Kapital- und Liquiditätskennzahlen und daher durch eine hohe Widerstandsfähigkeit aus. Der Anstieg an notleidenden Krediten seit Krisenbeginn, wenn auch von niedrigem Niveau, zeigt jedoch, dass die Auswirkungen der Pandemie auch in Liechtenstein laufend beobachtet werden müssen, um gegebenenfalls rechtzeitig reagieren zu können.

29. März 2021

Der Volkswirtschaftsmonitor Q2/2021 wird im Juni 2021 publiziert.