

Volkswirtschaftsmonitor Q2/2021

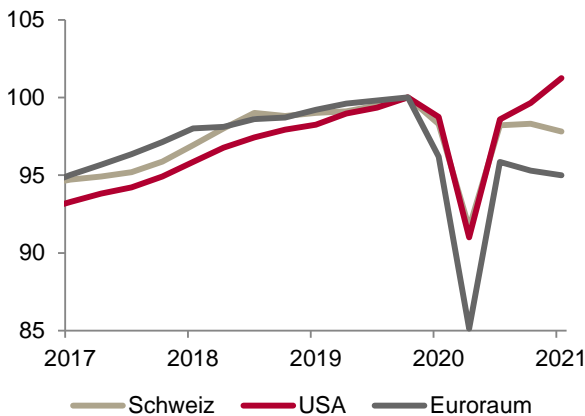
Starke realwirtschaftliche Erholung wird von steigenden Inflations- und Zinsänderungsrisiken begleitet – Finanzmärkte bleiben hoch bewertet

Mit zunehmendem Impffortschritt und den dadurch ermöglichten Öffnungsschritten hat die realwirtschaftliche Erholung nun auch in Europa an Tempo zugelegt, bleibt aber weiterhin heterogen und mit hoher Unsicherheit behaftet. Der BIP-Rückgang in Liechtenstein ist in der aktuellen Krise trotz des hohen Anteils der externen Nachfrage nicht stärker als in grösseren Volkswirtschaften, und auch der Finanzsektor hat in der Krise eine hohe Widerstandsfähigkeit gezeigt. Die Inflation ist nun wie erwartet – insbesondere in den USA – deutlich angestiegen. Es bleibt nun abzuwarten, ob es sich dabei nur um ein temporäres Phänomen handelt, oder ob auch nach dem Nachlassen der Basiseffekte ein stärkerer Preisdruck verzeichnet wird. Trotz der sehr expansiven fiskal- und geldpolitischen Ausrichtung sowie der steigenden Inflationserwartungen ist ein Szenario von anhaltendem Inflationsdruck auch vor dem Hintergrund des effektiven geldpolitischen Instrumentariums nicht das wahrscheinlichste Szenario. Gleichzeitig haben die Inflations- und Zinsänderungsrisiken in den letzten Wochen und Monaten aber zweifelsobne zugenommen. In einem Umfeld von hohen Schuldenständen – sowohl im öffentlichen wie auch im privaten Sektor – sowie hohen Bewertungen an den Finanzmärkten steigt das Risiko, dass aufgrund der hohen Kosten eines Zinsanstiegs zu lange mit einer geldpolitischen Antwort gezögert wird, was die Kosten der geldpolitischen Kontraktion für die Realwirtschaft weiter vergrössern könnte. Auf der anderen Seite würde ein zu schnelles Straffen der Geldpolitik die Erholung der Realwirtschaft gefährden. In diesem Umfeld müssen insbesondere auch die Implikationen für die Finanzstabilität genau im Auge behalten werden, da sich die Materialisierung von Zinsänderungsrisiken auch erheblich auf die Kreditrisiken auswirken kann.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Während in den USA zu Jahresbeginn ein positives BIP-Wachstum verzeichnet wurde, hinkt Europa in der wirtschaftlichen Erholung hinterher. Durch das positive BIP-Wachstum im ersten Quartal (+1,6%) konnte in den USA das Vorkrisenniveau in Bezug auf die Wirtschaftsaktivität bereits wieder übertroffen werden. Die Schweiz (-0,5%) und der Euroraum (-0,3%) meldeten hingegen vor dem Hintergrund der weitreichenden Eindämmungsmassnahmen negative Wachstumsraten und bleiben damit weiterhin deutlich hinter dem BIP-Niveau von Ende 2019 zurück (Abb. 1). Währenddessen setzte der globale Güterhandel seine Erholung mit einem Anstieg von 3,7% (gemessen anhand der globalen Importe) im ersten Quartal fort. Damit liegt die globale Handelsaktivität wieder über dem Vorkrisenniveau, wobei auch mögliche Nachholeffekte aufgrund der zeitweise unterbrochenen Lieferketten eine nicht unwesentliche Rolle spielen dürften.

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



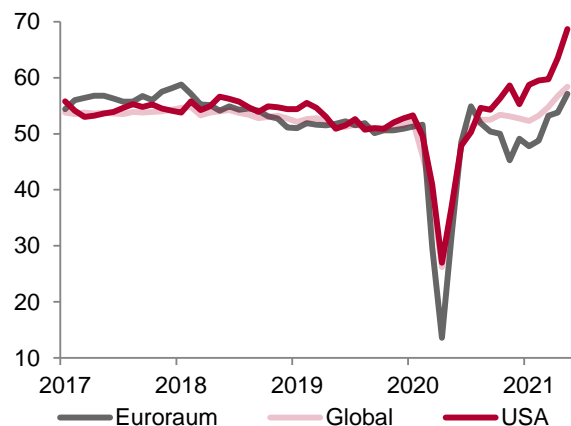
Quellen: Bloomberg, nationale Quellen.

Auf Basis der Frühindikatoren ist mit einer starken, aber heterogenen Erholung im zweiten und dritten Quartal zu rechnen. Die Einkaufsmanagerindizes (PMIs) zeigten zuletzt einen merklichen Anstieg und deuten damit auf eine

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

starke Erholung hin. Während in den USA die Wachstumsschwelle von 50 bereits im Juli 2020 überwunden und seither nicht mehr unterschritten wurde, haben sich die Erwartungen auch im Euroraum – nach einem zwischenzeitlichen Einbruch um den Jahreswechsel – deutlich erholt (Abb. 2). Der Anstieg der PMIs wird vor allem vom Dienstleistungssektor getrieben, die Industrie war hingegen über die Wintermonate weniger betroffen, als dies noch zu Beginn der Pandemie der Fall war.

Abb. 2: Einkaufsmanagerindizes (PMI)
(Diffusionsindex)



Quellen: Bloomberg, Markit.

Liechtensteins Volkswirtschaft verzeichnete in der Corona-Krise – anders als in der Finanzkrise – keinen stärkeren BIP-Einbruch als andere entwickelte Länder. Das BIP-Wachstum in Liechtenstein ist aufgrund der kleinen Grösse der Volkswirtschaft und der damit verbundenen hohen Abhängigkeit von der externen Nachfrage, aber auch aufgrund des grossen Finanzsektors, deutlich volatiler als in anderen Ländern.¹ Anders als in der globalen Finanzkrise war der BIP-Einbruch während der Corona-Pandemie in Liechtenstein jedoch nicht stärker ausgeprägt als in anderen entwickelten Volkswirtschaften (Abb. 3).² Dafür gibt es einige Gründe: Anders als in der Finanzkrise war der Finanzsektor bei der Covid-19-Krise nicht der Auslöser und damit nicht so stark betroffen, auch die Güterexporte schrumpften dieses Mal

² Siehe dazu auch Brunhart, A. (2020). COVID-19 und die liechtensteinische Volkswirtschaft: Eine erste Jahresbilanz 2020, [LI Focus 3/2020](#).

weniger stark, weil die Industrie von der zweiten bzw. dritten Welle der Pandemie weniger beeinträchtigt wurde. Zudem führten die weitreichenden Eindämmungsmassnahmen zu Schliessungen von Dienstleistungsbetrieben quer über alle Länder. Daher waren auch grössere Volkswirtschaften nicht in der Lage, die nachlassende externe Nachfrage (zumindest teilweise) durch eine stärkere Binnennachfrage abzdämpfen. Das Liechtenstein-Institut schätzt das reale BIP-Wachstum für 2020 in der aktuellen [Prognose](#) auf -5,7%, vergleichbar mit dem Euroraum (-6,6%), während der BIP-Rückgang in der Schweiz (-3,0%) und in den USA (-3,5%) weniger stark ausfiel. Seit Jahresbeginn hat die Erholung auch in Liechtenstein an Fahrt gewonnen. Die Güterexporte lagen in den ersten Monaten bereits über dem Vorkrisenniveau, und auch am Arbeitsmarkt ist eine deutliche Entspannung zu sehen. Die offenen Stellen stiegen im Mai auf den höchsten Wert seit Mitte 2019, die Arbeitslosenquote sank auf 1,6%.

Abb. 3: Reales BIP-Wachstum

(jährliches Wachstum in Prozent)



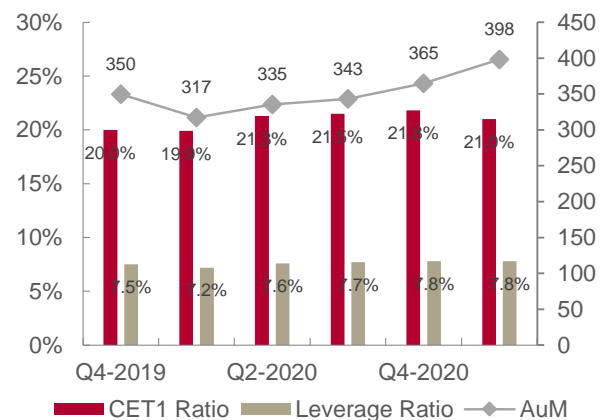
Quellen: IWF, Liechtenstein-Institut.

Der liechtensteinische Finanzsektor zeigte in der Pandemie eine hohe Widerstandsfähigkeit und setzte seinen Wachstumskurs auch zu Beginn des Jahres fort. Trotz eines moderaten Rückgangs der Gewinne – die Eigenkapitalrendite ging auf konsolidierter Ebene von 6,5% auf 5,3% zurück – zeigte der liechtensteinische Bankensektor im Jahr 2020 trotz der unerwarteten Krise eine hohe Widerstandsfähigkeit. Die Kapitalisierung,

gerechnet anhand der Kernkapitalquote (CET1), nahm während des Jahres sogar deutlich zu (Abb. 4), was in erster Linie auf einen Rückgang der risikogewichteten Aktiva zurückzuführen ist. Auch die verwalteten Vermögen («Assets under Management», AuM) stiegen nach einem deutlichen Rückgang im ersten Quartal 2020 kontinuierlich an und erreichten im ersten Quartal dieses Jahres mit CHF 398 Mrd. auf konsolidierter Ebene einen neuen Rekordwert. Diese Entwicklung ist einerseits auf die positive Marktentwicklung zurückzuführen, aber auch Nettoneugeldzuflüsse spielen eine nicht unwesentliche Rolle und unterstreichen damit die Attraktivität des Finanzplatzes in Zeiten von hoher Unsicherheit. Trotzdem müssen die mittelfristigen Auswirkungen der Krise weiterhin genau beobachtet werden. Wie im folgenden Abschnitt erklärt, sind zuletzt insbesondere die Inflations- und damit auch die Zinsänderungsrisiken angestiegen. Damit muss der Qualität der Vermögenswerte eine erhöhte Aufmerksamkeit zukommen, da ein abrupter Zinsanstieg zu einer Zunahme der Kreditrisiken führen könnte.

Abb. 4: Kennzahlen des Bankensektors

(Prozent; CHF Mrd., konsolidiert)



Quelle: FMA.

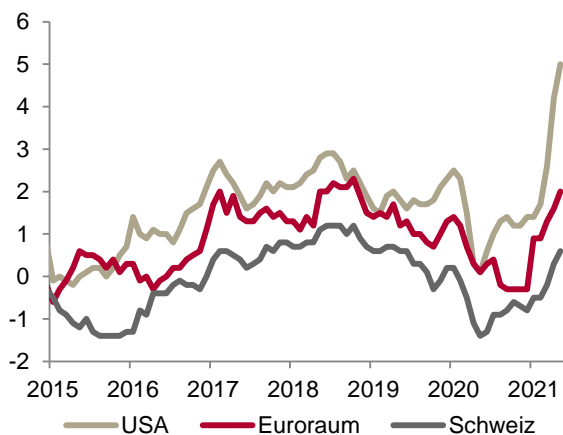
2. Inflation & Finanzmärkte

Der Inflationsdruck hat – wie schon vor Monaten aufgrund der Basiseffekte erwartet – zuletzt stark zugenommen. Die jährliche Inflationsrate in den USA – gemessen am Konsumentenpreisindex – stieg im Mai auf 5,0% und damit auf

den höchsten Stand seit 2008. Zwar wird dieser starke Anstieg teilweise durch die Basiseffekte der Energiepreise getrieben³, jedoch ist auch die Kerninflation – ohne volatile Komponenten wie Energie- und Nahrungsmittelpreise – auf 3,8% gestiegen und liegt damit so hoch wie seit Anfang der 1990er-Jahre nicht mehr. Die Inflationsrate ist im Mai auch in der Schweiz (auf 0,6%) und im Euroraum (auf 2,0%) angestiegen (Abb. 5). Die Daten deuten aber darauf hin, dass der Preisdruck diesseits des Atlantiks noch deutlich schwächer ist, da der Anstieg viel weniger durch die Kerninflation getrieben ist, welche sich sowohl im Euroraum (1,0%) als auch in der Schweiz (0,2%) nur moderat erhöhte. Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen stellt sich die Frage, ob der Inflationsanstieg in den USA nur ein temporäres Phänomen ist, oder ob es in der weiteren Folge zu einer Lohn-Preis-Spirale und damit auch mittelfristig zu stärkerem Preisdruck kommen könnte.

Abb. 5: Inflation

(Prozent)



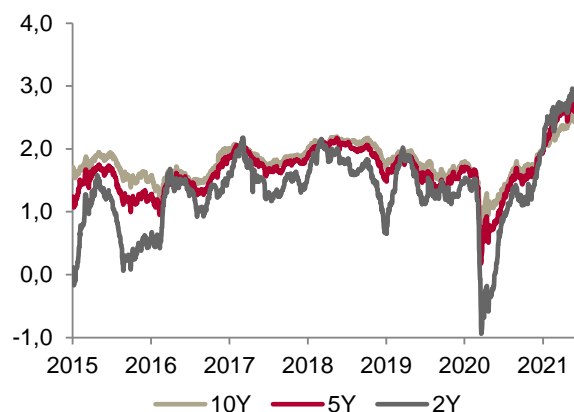
Quelle: Bloomberg, nationale Quellen.

Die wichtigsten Zentralbanken halten dennoch an ihrer expansiven Ausrichtung fest. Die US-Notenbank Fed beschloss in ihrer geldpolitischen Sitzung Mitte Juni die sehr lockere Geldpolitik fortzusetzen und hielt sowohl an den Zinsen (0-0,25%) als auch an den Anleihenkäufen unverändert fest. Sie verwies in ihrer Stellungnahme

darauf, dass sie «in der längeren Frist» ein Inflationsziel von 2% anstrebe, und nachdem dieses Inflationsziel in den letzten Monaten und Jahren unterboten worden sei, toleriere sie nun für einige Zeit eine leicht überschüssende Inflationsrate. Zudem geht sie davon aus, dass der aktuelle Inflationsanstieg von temporärer Natur ist. Die veröffentlichte Zinsprognose – sie geht nun von einer ersten Zinserhöhung 2023 (statt 2024) aus – zeigt jedoch, dass ein Grossteil der Offenmarktausschussmitglieder nun auch eine stärkere Erholung erwartet, die möglicherweise ein früheres Anziehen der Geldpolitik notwendig macht. Dies führte nicht nur zu kurzzeitig höherer Volatilität an den Finanzmärkten, sondern sorgte auch für einen leichten Rückgang bei den Inflationserwartungen (Abb. 6), die zuletzt auf den höchsten Wert seit mehreren Jahren gestiegen waren. Auch die SNB und die EZB hielten im Juni an ihrer expansiven Geldpolitik fest. Die EZB führt das aktuelle Anleihenkaufprogramm – wie geplant – mindestens bis März 2022 fort, die SNB bekräftigte vor dem Hintergrund des weiterhin «hoch bewerteten» Francs ihre Bereitschaft, gegebenenfalls auch am Devisenmarkt zu intervenieren.

Abb. 6: Marktbasierte Inflationserwartungen in den USA

(Prozent)



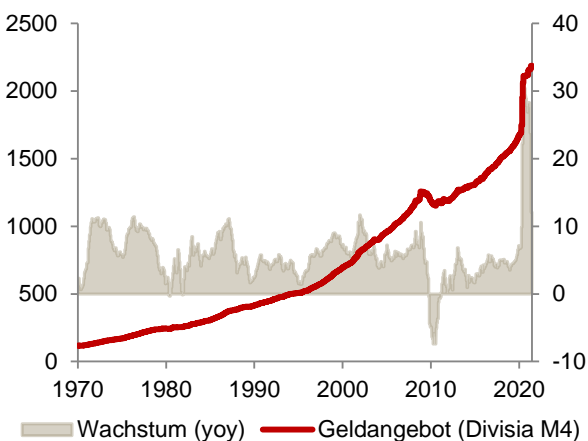
Quelle: Bloomberg.

Inflationserwartungen spielen eine wichtige Rolle als Determinante für die weitere

³ Siehe dazu auch die Ausführungen im [Volkswirtschaftsmonitor Q1/2021](#).

Inflationserwartungen. Stabile oder «verankerte» Inflationserwartungen sind zentral für eine effektive Geldpolitik, da sie auch ein Indikator dafür sind, wie glaubwürdig die Geldpolitik in Bezug auf das Erreichen des Preisstabilitätsziels eingeschätzt wird. Inflationserwartungen werden deshalb eine so hohe Priorität eingeräumt, weil stabile Inflationserwartungen – ganz ohne geldpolitische Interventionen – das Erreichen des Preisstabilitätsziels wesentlich erleichtern, da die Wirtschaftssubjekte diese (stabilen) Erwartungen in ihren täglichen Entscheidungen berücksichtigen (z.B. in Lohnverhandlungen), wodurch diese zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung werden. Weichen die Inflationserwartungen hingegen zu stark vom Preisstabilitätsziel der Zentralbank ab, steigen die Kosten für die Realwirtschaft, weil geldpolitische Interventionen notwendig sind, um die Inflation (und die Erwartungen) wieder in den Griff zu bekommen.

Abb. 7: USA: Geldangebot (Divisia M4)
(Index; jährliches Wachstum in Prozent)



Quellen: Center for Financial Stability, Bloomberg.

Die Gründe für den aktuellen Anstieg der Inflationserwartungen sind vielschichtig. Auf der Angebotsseite kommt zu den beobachteten Versorgungsengpässen bei manchen Rohstoffen eine drohende Welle an Insolvenzen, welche durch das Auslaufen der fiskalischen Massnahmen begünstigt wird und damit das Angebot – gerade im Dienstleistungssektor – verknappt werden könnte. Auf

der Nachfrageseite spielt die expansive Geld- und Fiskalpolitik eine wesentliche Rolle. Die Geldpolitik bleibt mit Null- oder Negativzinsen sehr expansiv, und anders als in der globalen Finanzkrise kommt diese geldpolitische Ausrichtung auch zunehmend in den breiten Geldmengenaggregaten an (Abb. 7) – nicht zuletzt auch deshalb, weil die Schulden aufgrund der Krise sowohl im öffentlichen wie auch im privaten Sektor auf globaler Ebene deutlich angestiegen sind. Obwohl die kumulativen Verluste des BIPs aufgrund der Coronakrise in Europa und den USA deutlich geringer ausfallen als während der globalen Finanzkrise, fällt die fiskalpolitische Antwort deutlich stärker aus, was nicht nur mit höheren Schulden, sondern auch mit entsprechenden Nachfrageeffekten verbunden ist.⁴ Dazu kommt, dass die Sparquote der privaten Haushalte im letzten Jahr markant angestiegen ist, und dass sich diese «erzwungenen» Ersparnisse im Lockdown nun irgendwann auf der Nachfrageseite bemerkbar machen werden. Der IWF erwartet für dieses Jahr bereits wieder eine positive Produktionslücke («output gap») in den USA, was sich ebenfalls positiv auf den Inflationsdruck auswirken wird.

3. Risiken

Die Unsicherheit bleibt sowohl in der Realwirtschaft als auch im Finanzsektor hoch. Mit dem Impffortschritt und den Öffnungsschritten hat eine starke realwirtschaftliche Erholung eingesetzt, die im zweiten und dritten Quartal nun überall deutlich spürbar sein dürfte. In der Realwirtschaft müssen die weiteren Entwicklungen insbesondere vor dem Hintergrund der auslaufenden fiskalischen Massnahmen weiterhin aufmerksam beobachtet werden, da die private und öffentliche Verschuldung mit der Pandemie weiter gestiegen und ein Anstieg der Unternehmensinsolvenzen wahrscheinlich ist. Der Anstieg der Verschuldung bei den nichtfinanziellen Unternehmen ist (zumindest international) vor allem von Firmen getrieben, welche schon vor der Krise hoch verschuldet waren. Vor dem Hintergrund der fiskalischen Massnahmen wird auch die Nachhaltigkeit der

⁴ Laut Schätzungen von BlackRock betrug der BIP-Verlust in den USA und Europa in der Coronakrise nur

etwa ein Viertel des Verlustes in der Finanzkrise, die Fiskalpakete fielen jedoch etwa vier Mal so hoch aus.

Staatsschulden wieder zunehmend in den Fokus rücken. Die Kreditrisiken sind durch den Anstieg der Schulden deutlich angestiegen, widerspiegeln sich derzeit jedoch (noch) nicht in den entsprechenden Risikoprämien an den Finanzmärkten.

Trotz des effektiven geldpolitischen Instrumentariums sind die Inflationsrisiken derzeit so hoch wie schon lange nicht mehr, insbesondere in den USA. Die geldpolitischen Entscheidungsträger in den grossen entwickelten Volkswirtschaften haben zweifelsohne ein Instrumentarium zur Verfügung, mit dem sie bei positiven Inflationsschocks effektiv gegensteuern können. Trotzdem droht die Gefahr eines verspäteten Eingreifens: Die derzeitige Generation kennt das Phänomen einer steigenden Inflationsrate fast nur aus den Geschichtsbüchern. Relativ zu den 1970er-Jahren sind zudem sowohl die öffentlichen als auch die privaten Sektoren in vielen Ländern hoch verschuldet, und auch die Aktienmärkte notieren zu Höchstwerten. In diesem Umfeld wird es immer schwieriger, die Zinsen zu erhöhen, da die ökonomischen Kosten potenziell sehr hoch sein können. Trifft es zu, dass der Inflationsanstieg ein temporäres Phänomen ist, so ist die aktuelle Haltung der Zentralbanken verständlich. Sollte die Inflation aber nachhaltig steigen und schlussendlich schnellere geldpolitische Massnahmen erfordern, so steigen die Kosten, je länger man mit diesen Massnahmen wartet. Zwar ist eine steigende Inflation, welche die real- wie auch finanzwirtschaftliche Entwicklung gefährdet, aus heutiger Sicht nicht das wahrscheinlichste Szenario («tail risk»), jedoch hat dieses Abwärtsrisiko in den letzten Wochen und Monaten deutlich zugenommen.

Die Finanzmärkte bleiben hoch bewertet und sind stark von der weiteren Inflations- und Zinsentwicklung abhängig. Die Kurse an den Anleihenmärkten haben mit den steigenden Inflations- und Zinserwartungen etwas nachgegeben, bleiben aber in einem Umfeld von deutlich negativen Realzinsen dennoch hoch bewertet. Für die Investoren wird es immer schwieriger, die Kaufkraft des Investments abzusichern, ohne erhebliche Risiken eingehen zu müssen. Auch vor diesem Hintergrund ist in den letzten Monaten ein deutlicher Anstieg des Leverage zu beobachten, d.h. immer

mehr Wertpapierkäufe sind schuldenfinanziert, was die Verletzlichkeit im Falle von Kurskorrekturen deutlich erhöht. Ein weiterer Zinsanstieg – auch am langen Ende der Zinskurve – würde bei Anleihen zu weiteren erheblichen Verlusten führen. Etwas unklarer sind die Auswirkungen an den Aktienmärkten, die grundsätzlich als «reale Werte» einen gewissen Schutz vor Inflation bieten. Steigt die Inflation, ohne dass die Zentralbanken reagieren, so hat dies potenziell sogar steigende Kurse zur Folge, weil damit der Realzins und der Diskontfaktor für zukünftige Gewinne weiter sinkt. Steigt die Inflation jedoch so weit, dass die Zentralbanken mit starken geldpolitischen Massnahmen einschreiten müssen, dann kehrt sich dieser Effekt um: Höhere Zinsen führen nicht nur zu niedrigeren (realen) Gewinnen, sondern erhöhen auch den Realzins und somit den Diskontfaktor, wodurch mit erheblichen Korrekturen gerechnet werden müsste.

Die Inflations- und Zinsänderungsrisiken müssen auch in Liechtenstein aufmerksam beobachtet werden, die Finanzstabilitätsrisiken bleiben aber überschaubar. Zwar ist das Inflations- und Zinsänderungsrisiko im Schweizer Franken Währungsraum deutlicher niedriger einzuschätzen als in den USA, jedoch hätte ein Zinsanstieg auch in Liechtenstein potenziell unangenehme Nebeneffekte. Während der Unternehmenssektor vergleichsweise niedrig verschuldet ist, liegt der Schuldenstand der privaten Haushalte auf einem sehr hohen Niveau. Ein abrupter Zinsanstieg wäre daher mit einem höheren Kreditrisiko verbunden, was auch durch den erheblichen Anteil der Hypotheken, die als «exception-to-policy» in Bezug auf die Tragbarkeit vergeben wurden, bestätigt wird. Obwohl die überdurchschnittlichen Kapital- und Liquiditätskennzahlen des Bankensektors diese Risiken abmildern, muss die weitere Entwicklung in Bezug auf die private Verschuldung daher auch im Lichte der globalen Entwicklungen genau im Auge behalten werden.

29. Juni 2021

Der Volkswirtschaftsmonitor Q3/2021 wird im September 2021 publiziert.