

Volkswirtschaftsmonitor Q4/2017

Die Weltwirtschaft befindet sich auf einem stabilen Wachstumspfad. Die konjunkturellen Daten der letzten Monate signalisieren eine synchronisierte Erholung sowohl in Industrie- als auch in Schwellenländern, die insbesondere auch an der starken Dynamik der internationalen Handelstätigkeit sichtbar wird. Auch die Schweizer Volkswirtschaft verzeichnete zuletzt eine deutliche Beschleunigung des BIP-Wachstums, und die Frühindikatoren signalisieren vor dem Hintergrund der Abwertung des Schweizer Franken und des verbesserten externen Umfelds eine weitere konjunkturelle Erholung. Die Liechtensteiner Volkswirtschaft war vom Franken-Schock 2015 etwas weniger stark betroffen als zuvor angenommen, und aktuelle Daten deuten auf stabiles Wachstum hin. Die Federal Reserve hat den Leitzins wie erwartet im Dezember um einen Viertelprozentpunkt erhöht. Die EZB hat hingegen das Ankaufsprogramm bis zumindest September 2018 verlängert (wenngleich die monatlichen Ankäufe verringert werden), und auch die SNB behält die expansive Geldpolitik bei. Die globale Erholung ist weiterhin erheblichen Risiken ausgesetzt. Das lang anhaltende Niedrigzinsumfeld hat zu Ungleichgewichten an den Finanzmärkten geführt, und verschärfte Finanzierungsbedingungen könnten den sich derzeit selber verstärkenden konjunkturellen Aufschwung gefährden.

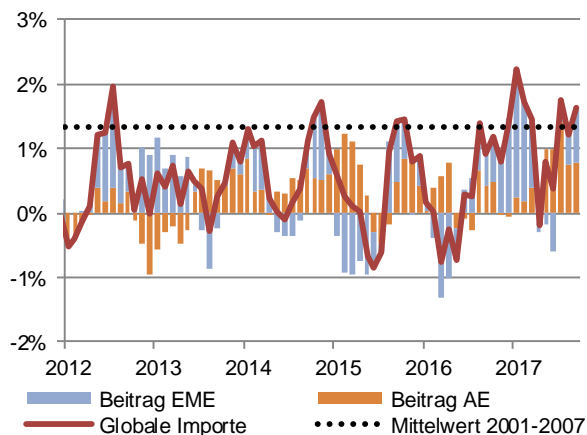
1. Konjunkturelle Entwicklung

Die globale Wirtschaft setzt ihren konjunkturellen Aufschwung fort. Der IWF revidierte in seiner Herbstprognose das Weltwirtschaftswachstum für 2017 und 2018 leicht nach oben und erwartet nun ein globales BIP-Wachstum von 3,6% bzw. 3,7%. Trotzdem warnt der IWF davor, dass das Wachstum in vielen Ländern nach wie vor schwach sei, und dass die Inflationsrate in den meisten Volkswirtschaften trotz der Erholung immer noch unter dem angestrebten Inflationsziel liege.

Die synchronisierte Erholung der Realwirtschaft in den Industrie- und Schwellenländern zeigt sich auch anhand des Aufschwungs der globalen Handelstätigkeit. Trotz einer kurzen Schwächephase zur Jahresmitte stieg die Dreimonats-Wachstumsrate der globalen Güterimporte zuletzt wieder über den langjährigen Durchschnitt, der in den letzten Jahren nach der globalen Finanzkrise nur selten übertroffen worden war (Abb. 1).

Abb. 1: Globaler Güterhandel auf stabilem Wachstumskurs

(3m-o-3m Importwachstum; Prozent/Prozentpunkte)

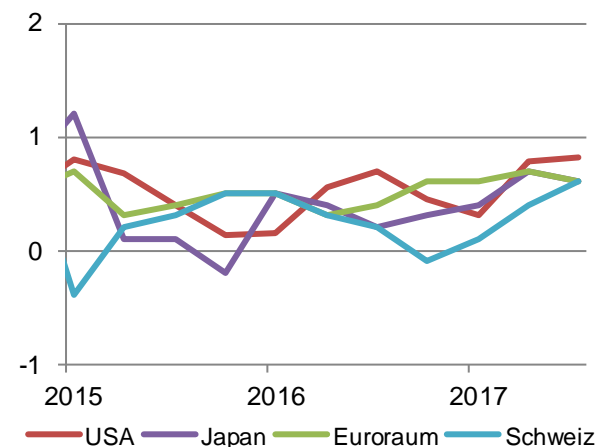


Quelle: CPB Netherlands, eigene Berechnungen. EME bezeichnet die Schwellenländer („emerging market economies“), AE die Industrieländer („advanced economies“).

Die aktuelle Erholungsphase ist nicht nur von einzelnen Ländern getrieben, sondern stellt einen Aufschwung auf breiter Basis dar. Im Euroraum ging das BIP-Wachstum gegenüber der Vorperiode im dritten Quartal zwar leicht auf 0,6% zurück, wies jedoch weiterhin eine stabile und starke Dynamik auf (Abb. 2). Das Wachstum, das vor allem durch die Binnennachfrage getrieben ist, führte zuletzt auch zu einer deutlichen Erholung am Arbeitsmarkt. Im Oktober lag die Arbeitslosenquote im Euroraum bei 8,8% und damit auf dem niedrigsten Wert seit 2009 (Abb. 3).

Abb. 2: Konjunkturerholung setzt sich fort

(reales BIP-Wachstum zum Vorquartal; Prozent)



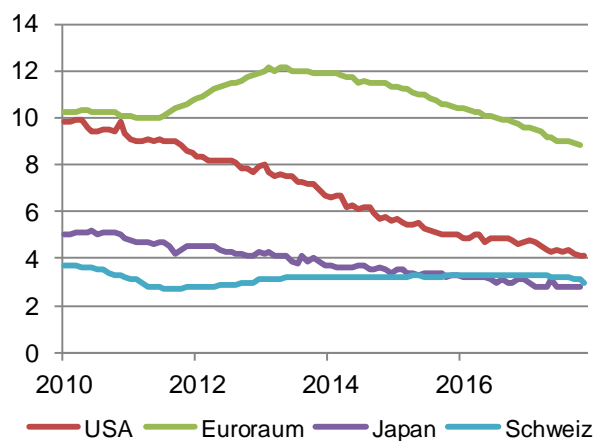
Quellen: Bloomberg, nationale Quellen.

Nach einer leichten Wachstumsschwäche zum Jahreswechsel hat sich das Wachstum auch in den USA zuletzt wieder beschleunigt. Das stärkere BIP-Wachstum im zweiten und dritten Quartal (jeweils +0.8% gegenüber der Vorperiode) führte auch zu einem weiteren Rückgang der Arbeitslosenquote auf 4,1% im November. Japan verzeichnete im dritten Quartal ebenfalls stabiles Wachstum (+0.6% gegenüber der Vorperiode), und auch in der Schweiz setzte sich der konjunkturelle Aufschwung fort. Nach negativem Quartalswachstum im letzten Quartal 2016 stieg das BIP-Wachstum seither stetig an und erreichte im

dritten Quartal einen Wert von +0.6% gegenüber der Vorperiode, zudem ging die Arbeitslosenquote leicht auf 3,0% zurück. Vor dem Hintergrund der Abwertung des CHF und der stärkeren externen Nachfrage rechnet die SNB mit stärkeren Exporten und Unternehmensinvestitionen in den kommenden zwei Jahren und erwartet daher einen Anstieg des BIP-Wachstums von rund 1,0% 2017 auf 2,0% 2018.

Abb. 3: Erholung macht sich auch am Arbeitsmarkt bemerkbar

(Arbeitslosenquote in Prozent)



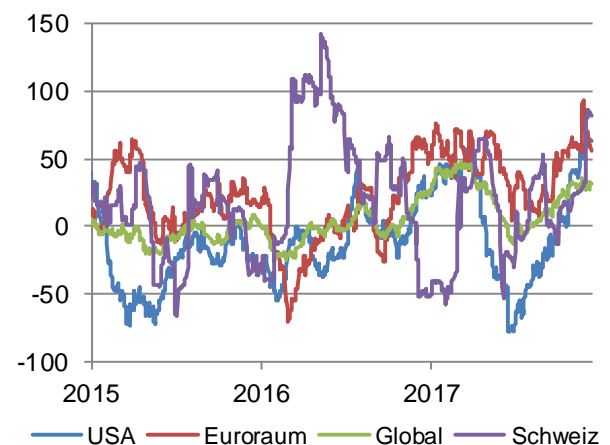
Quellen: Bloomberg, nationale Quellen.

Während die globale konjunkturelle Erholung seit Jahresbeginn deutlich an Fahrt gewonnen hat, haben die jüngsten Daten sogar die bereits optimistischen Erwartungen der Analysten übertroffen. Dies ist anhand des Citi Surprise Index gut ersichtlich (Abb. 4). Ein positiver Wert gibt an, dass die konjunkturellen Daten besser als erwartet ausgefallen sind, ein negativer Wert signalisiert hingegen schlechtere Daten als erwartet. Der globale Index drehte zum Jahreswechsel 2016/17 in den positiven Bereich, verlor aber gegen Jahresmitte wieder etwas an Boden, weil insbesondere die Daten aus den USA teilweise enttäuschten. Zuletzt zeigte der Überraschungsindex in allen wichtigen Wirtschaftsräumen wieder positive Werte, u.a. auch in der Schweiz.

Interessant ist der starke positive Ausschlag des Index für die Schweiz zu Beginn 2016, der vor allem darauf zurückzuführen ist, dass der Franken-Schock nicht so grosse realwirtschaftliche Auswirkungen hatte, wie dies zuvor befürchtet worden war. Die konjunkturellen Aussichten bleiben auch weiterhin günstig. Die Einkaufsmanager-Indizes in den wichtigsten Volkswirtschaften haben sich grösstenteils auf hohem Niveau stabilisiert und signalisieren damit weiterhin stabiles Wachstum.

Abb. 4: Positive Konjunkturüberraschungen nahmen zuletzt wieder zu

(Citi Surprise Index)



Quellen: Bloomberg, Citi.

Auch in Liechtenstein deuten die vorhandenen Daten auf eine Aufhellung der konjunkturellen Aussichten hin. Die signifikante Franken-Aufwertung Anfang 2015 hat zwar auch in Liechtenstein Spuren hinterlassen, jedoch fiel der Wachstumseinbruch weniger markant aus als bisher angenommen. Das Amt für Statistik schätzt das BIP für 2015 auf CHF 6,054 Mrd., was einem nominellen Rückgang um -0,7% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Dieser Rückgang fiel damit deutlich schwächer aus als bisher angenommen (die Schätzrechnung von März 2017 ging noch von einem BIP-Rückgang gegenüber 2014 von -1,9% aus). Der BIP-

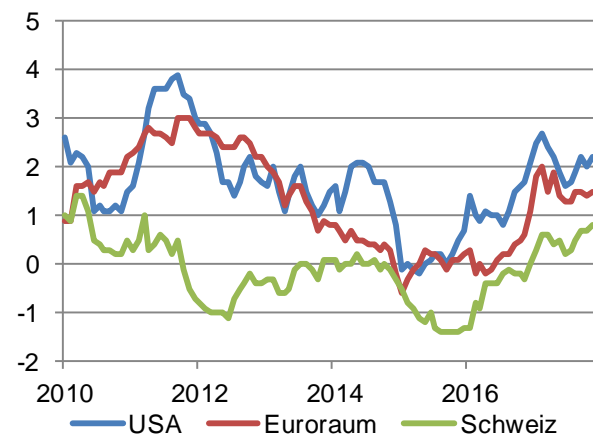
Rückgang wurde vor allem durch die Industrie und das verarbeitende Gewerbe getrieben, die besonders stark vom Franken-Schock betroffen waren. Seither hat sich die Stimmung jedoch deutlich aufgehellt. In der Konjunkturumfrage im dritten Quartal (Anfang Oktober) beurteilten 39% der befragten Unternehmen die allgemeine Geschäftslage als „gut“, weitere 60% als „befriedigend“ und nur 1% als „schlecht“. Die Beurteilung der allgemeinen Lage hat sich damit auf hohem Niveau stabilisiert, und die Unternehmen erwarten auch für das letzte Quartal dieses Jahres eine ähnlich gute Geschäftslage. Während die Warenexporte dieses Jahr unter jenen des Vorjahres liegen, deuten andere Indikatoren auf moderates Wachstum in Liechtenstein hin. Die Verkaufserlöse der 25 grösseren Unternehmen stiegen gemäss Mehrwertsteuer-Daten gegenüber dem Vorjahr um 3% an, und auch die Beschäftigung nahm gegenüber dem Vorjahr deutlich zu: Mitte 2017 lag die Beschäftigtenzahl um 2,3% höher als noch vor einem Jahr.

2. Inflation, Finanzmärkte und Zinsen

Die Inflation bleibt trotz der globalen konjunkturellen Erholung weiterhin auf niedrigem Niveau. In den USA erhöhten sich die Konsumentenpreise im November im Jahresvergleich um 2,2%, auch im Euroraum (1,5%) und in der Schweiz (0,8%) blieb die Teuerungsrate relativ gering (Abb. 5). Trotz der Erholung und der damit verbundenen rückgängigen Arbeitslosenquote blieb der Lohn- und Preisdruck damit in den letzten Monaten weiterhin schwach. Die Federal Reserve erhöhte – wie erwartet – den Leitzins im Dezember-Meeting des Offenmarktausschusses um einen Viertelprozentpunkt auf eine Bandbreite von 1,25% - 1,5%, wies in der Begründung aber darauf hin, dass sich sowohl die Inflation wie auch die Kerninflation in den letzten Monaten abgeschwächt haben.

Abb. 5: Die Inflation hinkt der Erholung weiter hinterher

(jährliche Inflationsrate in Prozent)



Quelle: Bloomberg, nationale Quellen.

Währenddessen liess der EZB-Rat im Dezember die Zinsen im Euroraum unverändert, der Hauptrefinanzierungssatz beträgt weiterhin 0%. Das Anleihen-Ankaufsprogramm wird bis mindestens September 2018 fortgeführt, jedoch werden die monatlichen Käufe von 60 Mrd. auf 30 Mrd. Euro reduziert. Auch die SNB beschloss im September eine Fortführung des expansiven geldpolitischen Kurses und nahm keine Änderung an den Zinsen vor. Die SNB revidierte ihre Inflationsprognose vor dem Hintergrund des Anstiegs des Ölpreises sowie des schwächeren CHF leicht nach oben, hält jedoch weiterhin an der expansiven Geldpolitik fest, um die konjunkturelle Erholung zu stützen und damit die Preisstabilität zu gewährleisten. Vor dem Hintergrund der nach wie vor günstigen Finanzierungsbedingungen und der starken Konjunkturerholung entwickelten sich auch die globalen Aktienmärkte in den letzten Monaten weiterhin günstig.

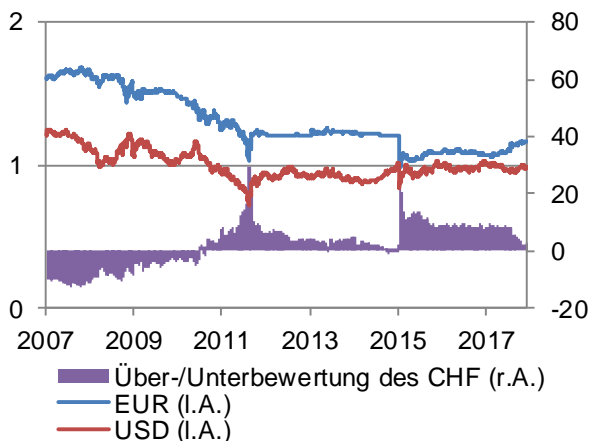
An den Devisenmärkten haben sich die Wechselkurse zwischen USD, EUR und CHF nach den stärkeren Bewegungen zur Jahresmitte in den letzten Wochen weitgehend stabilisiert. Der CHF

wurde zuletzt um 1,17 CHF/EUR bzw. um 0,99 CHF/USD gehandelt.

Die SNB wies in ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung auch darauf hin, dass die Abwertung des CHF in den letzten Monaten die Überbewertung merklich reduziert habe, dass der CHF jedoch weiterhin hoch bewertet bleibe. Ein Blick auf den realen Wechselkurs bestätigt diese Aussage. Der real-effektive Wechselkurs auf Basis der Verbraucherpreise¹ signalisiert nur noch eine leichte Überbewertung des CHF gemäss der Kaufkraftparitäten-Theorie, derzeit um etwa 2% (Abb. 6).

Abb. 6: Der CHF hat sich dem „fairen“ Kaufkraftparitäten-Wert zuletzt angenähert

(Fremdwährung pro CHF; Über- bzw. Unterbewertung des CHF in Prozent)



Quelle: Bloomberg, JP Morgan. Die Über- bzw. Unterbewertung des CHF basiert auf der Abweichung des real-effektiven Wechselkurses auf Basis der Verbraucherpreise vom langjährigen Durchschnitt.

3. Risiken

Obwohl die globale Erholung zuletzt an Breite gewonnen hat, bleibt diese erheblichen Risiken ausgesetzt. Die niedrigen Zinsen und der Liquidi-

tätsüberschuss haben zu höherer Verschuldung beigetragen und zu Ungleichgewichten an den Aktien- und Anleihenmärkten geführt. Die Risikoprämien sind auf ein rekordverdächtig niedriges Niveau gesunken, und die beobachtete wie auch die implizierte Volatilität befindet sich auf historisch niedrigeren Werten. In der Vergangenheit waren ähnliche Konstellationen – kombiniert mit hohen Bewertungen an den Aktienmärkten, wie wir diese auch heute beobachten – vielfach Vorzeichen erheblicher Preiskorrekturen an den globalen Aktienmärkten. Ein abrupter Zinsanstieg könnte dieses aktuell positive Zusammenspiel beispielsweise schnell ins Gegenteil umkehren. Mögliche Auslöser eines solchen Szenarios könnten z.B. eine schneller als erwartete geldpolitische Kontraktion, ein Anstieg der Risiko- oder Zeitprämien, oder auch verstärkte geopolitische Spannungen sein. Auch Zinserhöhungen der Federal Reserve haben in der Vergangenheit wiederholt zu starken Kapitalabflüssen aus den Schwellenländern geführt. Vor dem Hintergrund der gestiegenen Verschuldung – insbesondere im nicht-finanziellen Unternehmenssektor – könnten solche Kapitalabflüsse auch zu erheblichen Problemen führen. Die Zeichen hoher Risikobereitschaft haben sich in den letzten Monaten weiter verstärkt. Die Jagd nach Rendite hat zwar die Risikoprämien, nicht aber das Risiko von hochspekulativen Finanzanlagen gesenkt. Trotz der allgemein guten konjunkturellen Lage sollten daher die finanzwirtschaftlichen Risiken nicht unterschätzt werden.

Dr. Martin Gächter
 Leiter Makroprudenzielle Aufsicht
martin.gaechter@fma-li.li
 18. Dezember 2017

Der Volkswirtschaftsmonitor Q1/2018 wird voraussichtlich am 20. März 2018 publiziert.

¹ Der real effektive Wechselkurs bildet nicht nur Veränderungen der Marktkurse, sondern auch Veränderungen des relativen Preisniveaus (auf Grundlage der Verbraucherpreise) ab und kann deshalb als Indikator für die Wettbewerbsfähigkeit verwendet werden.