

# Volkswirtschaftsmonitor

Nr. 12 / Februar 2015

## Internationale Wachstumsperspektiven

Die konjunkturelle Dynamik sieht sich derzeit inmitten von zwei kräftigen, einander gegenläufigen Strömungen, deren relative Stärke die Weltkonjunktur der kommenden Quartale bestimmen wird. Auf der einen Seite wird das Wirtschaftswachstum von deutlich niedrigeren Ölpreisen gestützt. Seit September letzten Jahres sind die Ölpreise in US-Dollar um etwa 55% gefallen. Auf der anderen Seite sieht der Internationale Währungsfonds (IWF) erhöhte Risiken an den Finanzmärkten, die sich in steigender Marktvolatilität und Neubewertungen von Risiken niederschlagen können. Damit verbunden ist die Anpassung der mittelfristigen Wachstumserwartungen. Der IWF hat daher seine Wachstumsprognosen wiederum zurückgenommen. Er rechnet nunmehr mit einem Weltwirtschaftswachstum von 3,5% im Jahr 2015 und 3,7% im Jahr 2016 (nach 3,3% in 2013).

Die europäische Wirtschaft hat sich trotz Krisensituation in Griechenland leicht erholt. Im vierten Quartal 2014 verzeichnete der Euro-Raum ein Wachstum von 0,3% gegenüber dem Vorquartal, nach 0,2% im Quartal zuvor. Das Wachstum wurde primär von Deutschland und Spanien (jeweils +0,7%) getrieben, während das BIP Frankreichs nur um 0,1% zulegte und die italienische Wirtschaft stagniert. Die griechische Wirtschaft verzeichnete einen BIP-Rückgang um 0,2%, nachdem sie die vorherigen drei Quartale expandieren konnte.

Vorlaufende Indikatoren wie der Purchasing Managers Index (PMI) oder der Stimmungsindikator der Europäischen Kommission weisen auf eine fortschreitende Erholung der Konjunktur hin. Das Wachstum wird durch niedrigere Energiepreise, die wie eine Senkung der Verbrauchersteuern wirken, und den schwächeren Euro gestützt. Die Arbeitslosigkeit ist in den vergangenen Monaten zwar leicht

gesunken, doch liegt sie immer noch bei 11,4%.

Die Wirtschaftslage der Schweiz hat sich verschlechtert. Die Schweizer Nationalbank hat am 15. Januar 2015 bekannt gegeben, dass sie den Mindestkurs von CHF 1,20 pro Euro aufhebt. Zugleich hat sie den Zins für Guthaben auf Girokonten auf -0,75% gesenkt. Derzeit liegt der Kurs des Schweizer Frankens zum Euro bei etwa 1,07.<sup>1</sup>

Eine Aufwertung des Frankens führt zu einem dazu, dass die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer und Liechtensteiner Exportwirtschaft sich verschlechtert. Zudem hat sich die Unsicherheit für die Unternehmen erhöht, da die Untergrenze ein wichtiger Stabilitätsindikator war, der nun abrupt weggefallen ist. Darüber hinaus werden Importgüter günstiger, was Preissenkungstendenzen verstärken wird. Wie weit dies den Schweizer Wirtschaftsraum letztendlich beeinträchtigt, hängt davon ab, wo sich die Währung einpendelt.

Die Wachstumsprognosen für die Schweizer Wirtschaft wurden infolge der Aufhebung des Mindestkurses zurückgenommen. Die KOF beispielsweise rechnet nunmehr mit einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts um 0,5% in 2015 und 0,0% in 2016. Dabei nimmt sie an, dass der Kurs des Frankens zum Euro bei 1:1 liegen wird. Für die Teuerung, gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise, erwartet die KOF negative Raten von -1,5% in 2015 und -0,4% in 2016. Die Wachstumsprognosen liegen derzeit gemäss SECO allerdings in einer aussergewöhnlich grossen Spannweite von -0,5% bis knapp +1%, was die Unsicherheit bezüglich der Einschätzung der neuen Situation nach Aufhebung des Mindestkurses widerspiegelt.

Es ist damit zu rechnen, dass sich die konjunkturelle Dynamik Liechtensteins infolge der Aufhebung des Mindestkurses abschwächen wird. Angesichts der beschränkten Grösse der Volkswirtschaft und ihrer hohen internationalen Verflechtung dürften die Folgewirkungen der Aufhebung des Mindestkurses auf die Liechtensteiner Wirtschaft stärker als auf die Schweiz ausfallen.

Die jüngsten Konjunkturindikatoren deuten noch auf robustes Wachstum in Liechtenstein hin. Das Amt für Statistik führt vierteljährlich eine Konjunkturumfrage der Industrie und im warenproduzierenden Gewerbe durch. Die allgemeine Lage der Industrie und des warenproduzierenden Gewerbes ist im 4. Quartal 2014 weiterhin positiv. Gemäss der Umfrage steigen die Auftragseingänge und die Erträge an, nachdem sie im Vorquartal weitgehend gleich geblieben waren. Die Zahl der Neuzulassungen von Fahrzeugen ist im Januar um 28% im Vergleich zum Vorjahr gestiegen. Bei den Personenwagen ergibt sich eine Erhöhung von 25,4%. Die Anzahl der erteilten Baubewilligungen nahm im vierten Quartal um 4,9% zu im Vergleich zum Vorjahresquartal. Die geplanten Ausgaben für Neubauprojekte sanken um 21,2% im Vergleich zum Vorjahr.

### **Zinsen und Inflation**

Die Marktzinsen verharren weiterhin auf sehr niedrigen Niveaus, in einigen Bereichen sind sie unter die Nullgrenze gefallen. Gemäss JP Morgan umfasst das ausstehende Volumen der europäischen Staatsanleihen mit negativen Zinsen und Laufzeiten über einem Jahr fast USD 2000 Mrd.

Eine Anleihe weist eine negative Rendite aus und ist mit einem Verlust für ihren Inhaber verbunden, sofern er sie bis zum Verfall hält, wenn der Preis, der für die Anleihe bezahlt wird, höher ist als die Summe des Kapitals und des Stroms der Couponzahlungen. In den letzten Monaten ist der Preis,

---

<sup>1</sup> Die in diesem Bericht angegebenen Marktdaten beziehen sich auf den 20. Februar 2015.

der für eine Anleihe bezahlt wird, so stark angestiegen, dass er die Summe des eingesetzten Kapitals und des Stroms der Couponzahlungen übersteigt. Auslöser dafür war primär die Aussicht auf die Erweiterung des Ankaufs von Anleihen durch die Europäische Zentralbank (EZB). Theoretisch denkbar wäre es, dass Emittenten Anleihen mit negativen Coupons emittieren, was dazu führen würde, dass der Inhaber der Anleihe dem Emittenten regelmässig Zahlungen leisten würde, anstatt wie üblich diese zu bekommen. Bislang gibt es allerdings keine Anleihen mit negativen Coupons.

Am 22. Januar 2015 hat die EZB angekündigt, dass sie pro Monat Ankäufe von Vermögenswerten – Anleihen, die im Euro-Raum begeben werden – in Höhe von EUR 60 Mrd. plant. Die Ankäufe erfolgen mindestens bis September 2016 und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die im Sinne mit ihrem 2%-Zielwert steht.

Die Schweiz weist derzeit weltweit die niedrigsten Kapitalmarktzinsen auf. Nach der Aufhebung des Mindestkurses durch die Schweizer Nationalbank Anfang des Jahres hat sich die Zinsstrukturkurve nach unten verschoben, wobei Renditen kürzerer Laufzeiten besonders stark nachgaben. Derzeit rentiert die 10-jährige Bundesanleihe bei 0,04%.

Die jährliche Inflationsrate im Euro-Raum ist im Januar auf -0,6% gefallen, ein Rückgang gegenüber -0,2% im Dezember 2014. Diese negative Rate ist primär auf einen Rückgang der Energiepreise (-8,9%) zurückzuführen. Die Kerninflationsrate (ohne Energie, Nahrungsmittel und Tabak) lag bei +0,6% (von 0,7%).

### **Risiken**

Das niedrige Zinsniveau bzw. die expansive Geldpolitik der wichtigsten Zentralbanken läuft auf längere Sicht Gefahr, exzessive Finanzrisiken anzure-

gen, indem Investoren dazu verleitet werden, einen immer höheren Teil ihrer Portfolios in risikoreiche Anlagen zu investieren und sich dabei zu verschulden.

Risikobehaftete Anlagen haben in den vergangenen Jahren deutlich an Wert gewonnen. Die erwarteten Renditen vieler risikobehafteter Anlageklassen können trotzdem attraktiv wirken, wenn man sie mit Renditen von Staatsanleihen vergleicht – der klassisch ‚risikofreien‘ Anlagekategorie. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Basis (Staatsanleihen) sehr hoch bewertet ist, so hoch wie selten zuvor in der Geschichte der Finanzmärkte. Damit verbunden ist erstens ein hohes Zinsänderungsrisiko, das Risiko, dass die Zinsen steigen, was zu entsprechenden Marktverlusten auf Anlagen in Anleihen führen würde. Zweitens ist damit auch ein hohes Marktrisiko auf risikobehafteten Anlagen assoziiert, da ein markanter Anstieg der Marktzinsen voraussichtlich einen Rückgang der Werte verschiedenster Anlagekategorien zur Folge haben würde. Schliesslich ist zu bedenken, dass das niedrige Zinsniveau die Aussicht auf sehr niedriges Wirtschaftswachstum widerspiegelt, wie auch die Möglichkeit äusserst niedriger Inflationsraten und die Gefahr einer längeren Deflationsphase.

Ein weiteres Risiko ist eine Verschärfung der europäischen Schuldenkrise und ein mögliches Ausscheiden Griechenlands aus der europäischen Währungsunion. Ein solches Szenario ist nach der jüngsten Wahl in Griechenland und dem Sieg der linksgerichteten Syriza-Partei wahrscheinlicher geworden. Welche Konsequenzen ein Ausscheiden Griechenlands hätte, kann niemand sicher sagen, doch die Möglichkeit, dass es zu Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten kommen würde, ist nicht auszuschliessen.

*Makrorisiko:* Die Makrorisiken sind unverändert. Zwar hat sich das Wirtschaftswachstum etwas

beschleunigt, während die Arbeitslosigkeit im Euro-Raum leicht gesunken ist, doch bleibt diese weiterhin hoch, insbesondere bei jüngeren Beschäftigten, während die Situation in Griechenland kritisch ist und die Gefahr einer Wachstumsverlangsamung besteht.

*Preisänderungsrisiko:* Die Preisänderungsraten in der Schweiz wie auch im Euro-Raum liegen weit unter den Zielwerten der Zentralbanken von 2%. Angesichts der vielfach hohen Verschuldung könnte eine längere Deflationsphase verheerende Folgen für die europäische Wirtschaft haben.

*Marktrisiko:* Die infolge der expansiven Geldpolitik erhöhte Übernahme von finanziellen Risiken hat sich bislang nicht in der Realwirtschaft in Form von erhöhter Investitionstätigkeit niedergeschlagen. Die Gefahr, dass die Finanzmärkte die mit ihren Anlagen verbundenen Risiken unterbewerten, ist hoch.

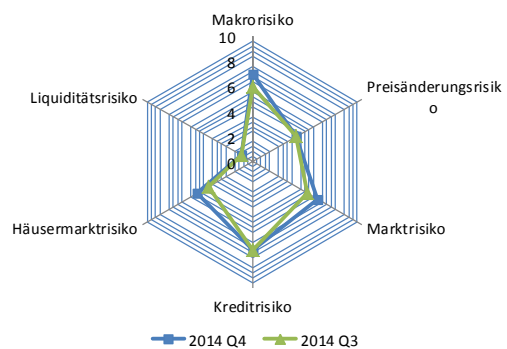
*Kreditrisiko:* Die Kreditrisikospannen sind ungewöhnlich niedrig. Die Gefahr von Marktrückschlägen ist recht hoch. Die Ausfallraten im Bereich der Unternehmensanleihen sind weiterhin niedrig, doch könnte eine weitere Abschwächung der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen zu einer Trendumkehr führen.

*Häusermarktrisiko:* Das Häusermarktrisiko hat sich infolge der Aufhebung des Mindestkurses durch die SNB und negativer Marktzinsen etwas erhöht. Dank dieser können Immobilien als Anlage kurzfristig noch attraktiver wirken, da die Hypothekarzinsen sinken. Im Vergleich zu Renditen von Staatsanleihen können Immobilien besonders anziehend

wirken. Das Risiko besteht jedoch aus zwei Komponenten: Zum einen könnten die Marktzinsen steigen. Dies erscheint angesichts der gesamtwirtschaftlichen Lage derzeit kaum vorstellbar, doch sollte die Gefahr nicht unterschätzt werden, da im Falle eines markanten Anstiegs der Marktzinsen eine Kettenreaktion, d.h. Marktverluste auch auf anderen Anlagekategorien, nicht auszuschliessen ist. Zum zweiten spiegelt das niedrige Zinsniveau das nach Meinung der Finanzmärkte erhöhte Risiko eines längerfristig niedrigen Wirtschaftswachstums und niedriger oder negativer Inflationsraten wider. Das Häusermarktrisiko ist besonders ausgeprägt im gewerblichen Immobilienbereich.

*Liquiditätsrisiko:* Das Liquiditätsrisiko wird derzeit unverändert als niedrig eingeschätzt. Die Marktliquidität bleibt hoch.

Abbildung 1: Risikokarte



Quelle: FMA

Dr. Christian Schmidt  
 Makroprudentielle Aufsicht  
 +423 236 71 22

Redaktionsschluss: 20. Februar 2015