

Volkswirtschaftsmonitor

Nr. 15 / Oktober 2015

Internationale Wachstumsperspektiven

Die konjunkturellen Perspektiven der Weltwirtschaft haben sich eingetrübt. Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat seine Prognosen zurückgenommen und erwartet für das Jahr 2015 ein Weltwirtschaftswachstum von noch 3,1% (von 3,3%) und für das Jahr 2016 3,6% (von 3,8%). Ausschlaggebend dafür sind insbesondere die schwächer eingeschätzten Perspektiven der Schwellen- und Entwicklungsländer. Diese sind angesichts fallender Einnahmen aus Rohstoffverkäufen, einer teilweise hohen Verschuldung in Fremdwährung und einer nachgebenden Nachfrage Chinas beeinträchtigt.

Die europäische Wirtschaft hat bislang sowohl die Griechenland-Krise als auch die jüngste Verschlechterung der internationalen Rahmenbedingungen recht gut überstanden. Im zweiten Quartal stieg das BIP gegenüber dem Vorquartal um 0,4%,

nach 0,5% im ersten Quartal, getragen vom privaten Verbrauch und den staatlichen Konsumausgaben. Vorlaufindikatoren wie der Purchasing Managers Index oder der Ifo-Geschäftsklimaindex signalisieren eine Fortsetzung des graduellen Aufschwungs.

Die europäische Konjunktur profitiert von der Abwertung des Euro der vergangenen Quartale. Darüber hinaus wird insbesondere der private Verbrauch durch niedrigere Rohstoffpreise stimuliert. So sind die Konsumausgaben der privaten Haushalte in Deutschland preisbereinigt im ersten Halbjahr 2015 so stark angestiegen wie seit 15 Jahren nicht mehr. Die Arbeitslosenquote im Euro-Raum liegt im August bei 11%, gegenüber 11,5% vor einem Jahr. Die Kreditvergabe im Euro-Raum nimmt etwas zu, die Konditionen und die Nachfrage nach Krediten haben sich im zweiten Quartal 2015 gemäss Europäischer Zentralbank (EZB)

verbessert.

Die Aufwertung des Schweizer Frankens hat die schweizerische Konjunktur im ersten Halbjahr 2015 stark abgebremst. Das Wirtschaftswachstum kam praktisch zum Stillstand. Wachstumsimpulse kamen von der Inlandnachfrage, insbesondere vom privaten Verbrauch und von den Ausrüstungsinvestitionen. Das Staatssekretariat für Wirtschaft SECO geht von einer sehr verhaltenen Wirtschaftsentwicklung im zweiten Halbjahr 2015 aus, die sich erst im Verlauf des kommenden Jahres festigen dürfte. Das SECO rechnet mit einem BIP-Wachstum von 0,9% im Jahr 2015 und 1,5% 2016.

Die Liechtensteiner Konjunktur schwächt sich ab. Der Aussenhandel ist durch die Aufhebung des Mindestkurses Mitte Januar und die etwas schwächere Dynamik des Welthandels negativ betroffen. In den ersten sieben Monaten des laufenden Jahres sind die direkten Warenexporte um 7,6% gegenüber der Vorjahresperiode gefallen. Auch der Tourismus leidet unter der Währungsstärke. Im ersten Halbjahr 2015 ist die Zahl der Logiernächte in den Beherbergungsbetrieben um 9% gegenüber dem Vorjahr gesunken. Das Beschäftigungswachstum verlangsamt sich. Mitte 2015 verzeichnete die Beschäftigung einen Anstieg um 0,4% gegenüber dem Vorjahr, während dieser zum gleichen Zeitpunkt des Vorjahres noch bei 1,5% gelegen war. Die Beschäftigung im Wirtschaftsbereich Industrie und warenproduzierendes Gewerbe ist um 0,9% gegenüber dem Vorjahr gesunken. Auf der anderen Seite scheint sich die Dynamik der Baukonjunktur im zweiten Quartal wieder etwas belebt zu haben, und auch die Zahl der neu zugelassenen Motorfahrzeuge ist deutlich gestiegen.

Zinsen und Inflation

Langfristige Zinsen auf Staatsanleihen sind in den letzten drei Monaten um etwa 30 Basispunkte in den USA und im Durchschnitt auch um etwa 30

Basispunkte (ohne Griechenland) im Euro-Raum gefallen.¹ In der Schweiz liegt die Strukturkurve der Bundesanleihen bis zu einer Laufzeit von zwölf Jahren im negativen Bereich. In den letzten drei Monaten sind die Zinsen um etwa 10 Basispunkte gefallen. Die Zinsrückgänge sind Folgen fallender Inflationsraten bzw. zum Teil sich belebender Deflationsängste, und der Abschwächung der Weltkonjunktur.

Man rechnet mit baldigen Leitzinserhöhungen in den USA und in Grossbritannien. Der erwartete Zeitpunkt ist abhängig von aktuellen Konjunkturdaten und ist in der Vergangenheit bereits mehrfach verschoben worden; möglicherweise werden die Leitzinsen erstmals im ersten Halbjahr 2016 erhöht. Die EZB hingegen wird voraussichtlich mit ihrer unkonventionellen Geldpolitik fortfahren und bis auf weiteres europäische Wertpapiere kaufen.

Die jährliche Inflationsrate im Euro-Raum ist im September auf -0,1% gesunken, nach +0,1% im August. Hauptverantwortlich dafür sind die Energiepreise, welche im Vergleich zum Vorjahr um 8,9% gefallen sind.

In der Schweiz liegen die Konsumentenpreise im September um 1,4% unter ihrem Vorjahresniveau. Das SECO rechnet für 2015 mit einem Rückgang der Konsumentenpreise um 1,1%, aber mit einer positiven Rate von 0,1% im Jahr 2016.

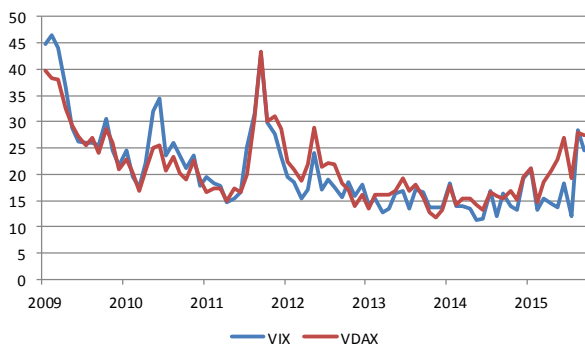
Risiken

Makrorisiko: Unverändert. Die europäische Konjunktur nimmt langsam an Fahrt auf. Die Negativrisiken haben allerdings zugenommen. Sie beinhalten geopolitische Risiken im Zusammenhang mit dem Russland-Ukraine-Konflikt. Die Sanktionen gegen Russland und ihre Gegensanktionen könn-

¹ Daten per 15.10.2015.

ten stärker wirken als erwartet, nicht zuletzt auch deswegen, weil die Sanktionen möglicherweise länger wirksam als angenommen sein werden. Eine erhöhte Volatilität an den Finanzmärkten könnte das Wirtschaftswachstum beeinträchtigen. Auslöser dafür könnten politische Unsicherheiten sein, beispielsweise im Zusammenhang mit den Entwicklungen in Griechenland, oder aufgrund erneuter Zweifel an der Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzierung einzelner Mitgliedsländer des Euro-Raums. Weitere Risiken stellen die möglichen Auswirkungen des VW-Abgasskandals auf die deutsche Volkswirtschaft, die Flüchtlingskrise, welche mit verschiedenen politischen Unsicherheiten verbunden ist, sowie die Abschwächung der chinesischen Konjunktur und die Auswirkungen fallender Rohstoffpreise auf verschiedene Schwellen- und Entwicklungsländer dar.

Abbildung 1: Aktienmarktvolatilitäten



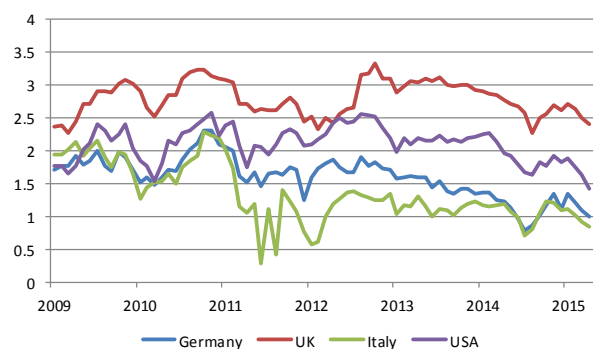
Anmerkung: VIX und VDAX bezeichnen implizite Volatilitäten des US- bzw. des deutschen Aktienmarkts.

Quelle: Bloomberg

Preisänderungsrisiko: Unverändert. Das Risiko einer Periode mit negativen Preisänderungsraten hat zugenommen. In der Schweiz sind die Inflationsraten in Folge der Aufhebung des Mindestkurses weit im negativen Bereich und dürften fürs erste auch negativ bleiben. Der Rückgang der Energiepreise könnte auch im Euro-Raum eine Periode mit negativen Inflationsraten zur Folge

haben. Er könnte zudem auch indirekte Effekte bewirken, beispielsweise das Lohnwachstum beeinträchtigen, welche den Abwärtsdruck auf die Inflationsraten verstärken würden. Dies wiederum könnte in eine Deflationsspirale münden, in welcher niedrige oder negative Inflationsraten sich über fallende Löhne und Zweitrundeneffekte gegenseitig verstärken. Das Deflationsrisiko ist allerdings weiterhin niedrig, da die europäische Konjunktur graduell an Dynamik zu gewinnen scheint, die Abwertung des Euro und die expansive Geldpolitik zu höheren Importpreisen führt und die Rohstoffpreise ihren Boden finden werden.

Abbildung 2: Marktinflationserwartungen (%)



Anmerkung: Differenzen zwischen den nominalen und realen Zinsen von 10-jährigen Staatsanleihen.

Quelle: Bloomberg

Marktrisiko: Unverändert. In Folge der Finanzkrise haben Zentralbanken die Zinsen gesenkt und in umfangreichem Masse Anleihen und andere Wertpapiere im Rahmen von ‚quantitative easing‘ Programmen gekauft. Dies hat dazu geführt, dass der Risikoappetit der Anleger wieder zugenommen hat und die Kurse verschiedener risikobehafteter Anlageklassen wie Aktien, Unternehmensanleihen oder Immobilien deutlich gestiegen sind. Die Bewertungen dieser Anlagen sind entsprechend hoch. Zum Teil wirken die Kurse überbewertet. Dies bringt die Gefahr von Kursrückschlägen mit sich. Potentielle Auslöser von Kursrückschlägen gibt es viele, bei-

spielsweise geopolitische Risiken, zunehmende Kapitalabflüsse aus den Entwicklungs- und Schwellenländern, erhöhte Währungsschwankungen, eine abrupt abnehmende Marktliquidität oder plötzlich steigende Zinsen, welche beispielsweise die Gewinnerwartungen der Unternehmen beeinträchtigen und damit die Aktienkurse zum Sinken bringen könnten.

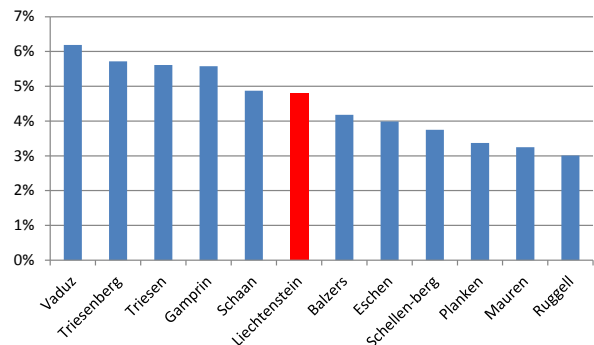
Kreditrisiko: Gestiegen. Kreditrisikospannen von Unternehmensanleihen sind gestiegen. Die Zahlen der Unternehmensinsolvenzen und der Ausfälle von Unternehmensanleihen sind hingegen weiterhin niedrig.

Häusermarktrisiko: Gestiegen. Der Wohnungsleerstand in Liechtenstein nimmt zu. Gemäss dem Amt für Statistik sind in Liechtenstein zum Jahresende 2014 827 Wohnungen unbewohnt. Die Leerstandquote liegt bei 4,8%. Der Leerstand im gewerblichen Bereich in Liechtenstein ist gleichfalls hoch, allerdings liegen keine offiziellen Statistiken vor. Eine negative Entwicklung des gewerblichen Immobilienbereichs könnte ausgelöst werden, wenn privatwirtschaftliche Unternehmen angesichts der Frankenstärke oder sich verschlechternder Wachstumsperspektiven ihre Standorte vermehrt ins Ausland verlagern würden.

In der Schweiz liegt die Leerstandquote von Wohnimmobilien im Jahr 2014 bei 1,6%.² Wüest & Partner erkennt angesichts des hohen Preisniveaus eine stärkere negative Reaktion der Nachfrager nach Einfamilienhäusern, während die Perspektiven für Eigentumswohnungen stabil eingeschätzt werden. Wenngleich das Büroflächenangebot im zweiten Quartal 2015 zum ersten Mal seit 2013 rückläufig gewesen ist, verbleibt ein Ange-

botsüberhang, auch weil die Nachfrageimpulse begrenzt sind.

Abbildung 3: Wohnungsleerstandquoten in Liechtensteiner Gemeinden



Anmerkung: Verhältnis der Zahl der zum Jahresende 2014 nicht bewohnten Wohnungen zu den 2011 verfügbaren bzw. dauernd bewohnten Wohnungen.

Quelle: Amt für Statistik

Liquiditätsrisiko: Unverändert. Die Liquidität der Finanzmärkte – die Möglichkeit, grosse Beträge in verschiedenen Anlageklassen zu niedrigen Kosten zu verkaufen – ist weiterhin hoch. Der Risikoappetit der Anleger, die Suche nach höheren Anlagerenditen und die Wertpapierkäufe verschiedener Zentralbanken stützen die Marktliquidität. Analysen des IWF deuten allerdings darauf hin, dass Änderungen der Marktstrukturen wie erhöhte Bestände von Unternehmensanleihen in den Portfolios von Investmentfonds, die Fragilität der Marktliquidität erhöht haben.³ Die Handelsvolumina in den europäischen Unternehmensanleihenmärkten sind zwischen 2010 und 2015 um 45% gefallen. Die Handelsbestände der Banken sind zwischen 2008 und 2015 weltweit um mehr als 40% zurückgegangen.⁴ Die Analysen suggerieren, dass es möglich ist,

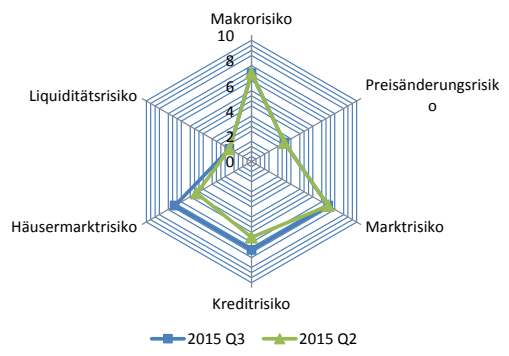
² Wüest & Partner (2015) Immo-Monitoring, Frühlingsausgabe Nr.2.

³ IMF (2015) "Market liquidity – resilient or fleeting?", in Global Financial Stability Report, October.

⁴ PWC (2015) „Global financial markets liquidity study“, April.

auch grössere Trades auszuführen, ohne die Preise nennenswert zu beeinflussen, doch dass Marktteilnehmer grössere Volumina vermehrt in kleinere Tranchen aufteilen. Eine abrupt abnehmende Marktliquidität kann die Effizienz der Allokation der wirtschaftlichen Ressourcen beeinträchtigen, wie auch die Wirksamkeit der Geldpolitik. In illiquiden Märkten werden Wertpapierkurse volatiler, koppeln sich von den wirtschaftlichen Entwicklungen ab und sind damit weniger informativ in Bezug auf fundamentale Wertentwicklungen.

Abbildung 4: Risikokarte



Quelle: FMA

Dr. Christian Schmidt
 Leiter Makroprudenzielle Aufsicht
 +423 236 71 22
 Redaktionsschluss: 16. Oktober 2015