

Volkswirtschaftsmonitor

Nr. 16 / Januar 2016

Internationale Wachstumsperspektiven

Sieben Jahre nach der globalen Finanzkrise operiert der Finanzsektor in einem gesamtwirtschaftlichen Umfeld, welches schwer durch ihre Nachwirkungen gekennzeichnet ist und niedriges Wirtschaftswachstum, hohe Verschuldung, nachhaltig niedrige und in einigen Märkten negative Marktzinsen, fallende Rohstoffpreise und weltweit gedrückte Inflationsraten beinhaltet.

Die globalen Wachstumsperspektiven haben sich eingetrübt. Während sich das Wachstum in den entwickelten Volkswirtschaften tendenziell etwas beschleunigt hat, haben sich die Aussichten für Schwellen- und Entwicklungsländer angesichts fallender Rohstoffpreise und verschärfter Finanzierungsbedingungen deutlich verschlechtert. Das Weltwirtschaftswachstum liegt im Jahr 2015 bei rund 3% und damit deutlich unter seinem historischen Durchschnittswert.

Einige Schwellenländer haben beträchtliche Schuldenlasten akkumuliert, die zum Teil in Fremdwährung denominiert sind, häufig in US-Dollar. Die gesamten Schulden der Schwellenländer sind von 150% des BIP in 2009 auf 195% im Jahr 2015 gestiegen.¹ Chinas Schulden sind in den vergangenen vier Jahren um 50 Prozentpunkte gestiegen und übersteigen inzwischen diejenigen der USA.² Die erhöhte Verschuldung bringt Fragen bezüglich ihrer Finanzierung und die Gefahr von Krisen mit sich.

Die langsame Erholung der europäischen Wirtschaft setzt sich hingegen fort, gestützt von niedrigeren Ölpreisen, der Abwertung des Euro und der

¹ The Economist (2015): The chronicles of debt, November, Seite 13.

² McKinsey Global Institute (2015): Debt and (not much) deleveraging, Februar.

weiterhin expansiven Geldpolitik. Die Investitionstätigkeit verläuft schleppend trotz günstiger Finanzierungsbedingungen, teilweise bedingt durch anhaltenden Schuldenabbau. Gegenwärtig stellen die Verlangsamung der wirtschaftlichen Aktivität in den Schwellenländern und geopolitische Spannungen dar.

Im dritten Quartal stieg das BIP im Euroraum gegenüber dem Vorquartal um 0,3%, nach 0,4% im Vorquartal, getragen primär vom privaten Verbrauch. Vorlaufindikatoren wie der Einkaufsmanagerindex signalisieren eine Fortsetzung des graduellen Aufschwungs. Der starke Anstieg der Industrieproduktion im Oktober suggeriert, dass sich die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe im vierten Quartal solide entwickelt. Die Zahl der Erwerbstätigen stieg im dritten Quartal um 0,3%, nach 0,4% im Vorquartal. Die Arbeitslosenquote liegt im November bei 10,5%, die niedrigste Quote im Euroraum seit Oktober 2011.

Die Europäische Union (EU) wird vom stärksten Flüchtlingszustrom seit dem zweiten Weltkrieg erfasst. Mehr als 1 Million Flüchtlinge werden im Jahr 2015 erwartet, im Vergleich zu 630 000 im Vorjahr. Die OECD schätzt, dass davon 350 000 bis 400 000 Menschen ein Asylantenstatus oder anderer humanitärer Status bewilligt werden wird. Die Ankömmlinge siedeln sich hauptsächlich in drei Ländern an: Deutschland (>900 Tsd.), Österreich und Schweden (jeweils 100-190 Tsd. in 2015).³

Der Flüchtlingszustrom wird eine moderate Erhöhung der öffentlichen und privaten Konsumausgaben in der EU mit sich bringen, und damit die aggregierte Nachfrage stützen. Die OECD schätzt, dass die aggregierte Nachfrage in der EU um 0,1%

bis 0,2% des BIPs zunehmen dürfte. Die Europäische Kommission gibt an, dass der Flüchtlingszustrom das Wirtschaftswachstum in den nächsten Jahren um 0,2% bis 0,3% steigern könnte.⁴

Die Schweizer Wirtschaft stagniert. Die Aufhebung des Mindestkurses zum Euro zu Anfang des Jahres 2015 sowie die schwächere Entwicklung wichtiger Handelspartner haben im Jahresverlauf zu einer deutlichen Abkühlung der Schweizer Konjunktur geführt. Hinzu kommt, dass die Bauwirtschaft, die in den vergangenen Jahren eine wichtige Konjunkturstütze gewesen ist, in eine Phase der Verlangsamung eingetreten ist. Das Staatssekretariat für Wirtschaft SECO geht von einer graduellen Beschleunigung des Wirtschaftswachstums der Schweiz von 0,8% im Jahr 2015 auf 1,5% im Jahr 2016 und 1,9% im Jahr 2017 aus.

Der Frankenschock Anfang 2015 beeinträchtigt auch die konjunkturelle Dynamik der liechtensteinischen Volkswirtschaft. Die direkten Warenexporte sind in den ersten zehn Monaten des Jahres 2015 um 7,9% gegenüber der Vorjahresperiode gefallen. Die Anzahl der bewilligten Bauprojekte ist im dritten Quartal gefallen. In allen vier Bereichen Infrastruktur, Wohnen, Industrie und Dienstleistungen sind die bewilligten Bauprojekte im Vergleich zum Vorjahresquartal gesunken. Die Logiernächte in der Hotellerie sind in der Sommersaison 2015 im Vergleich zum Vorjahr stark zurückgegangen, was gemäss Amt für Statistik auch mit einer starken Reduktion des Gastbettenangebots der Alpenhotels zusammenhängt.

Finanzmärkte, Zinsen und Inflation

Die Finanzmärkte werden geprägt durch zunehmende Divergenzen zwischen den geldpolitischen

³ OECD 2015: OECD Economic Outlook, Volume 2015 Issue 2.

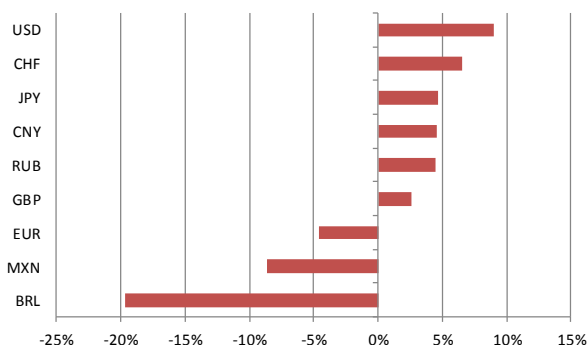
⁴ European Commission (2015): European economic forecast: Autumn 2015, November.

Ausrichtungen der wichtigsten Volkswirtschaften. So hat die US-Notenbank am 16. Dezember 2015 erstmals seit neun Jahren die Leitzinsen erhöht. Der Leitzins steigt 0,25 Prozentpunkte auf ein Niveau zwischen 0,25 und 0,5 Prozent. Angesichts der stärkeren konjunkturellen Entwicklung wird gemeinhin von weiteren US-Zinserhöhungen in den kommenden Quartalen ausgegangen.

Dem hingegen hat die EZB im Dezember entschieden, das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Quantitative Easing) zu verlängern und die Ankäufe im Umfang von monatlich 60 Milliarden Euro bis Ende März 2017, oder erforderlichenfalls darüber hinaus, fortzusetzen. Damit haben sich die Erwartungen über den Zeitpunkt des Ausstiegs aus der expansiven Geldpolitik im Euroraum weiter in die Zukunft verschoben.

Auch die japanische Zentralbank setzt ihre lockere Geldpolitik fort. Die Bank of Japan bekräftigte im Dezember ihr Programm zum Ankauf von Anleihen und Wertpapieren von jährlich 80 Billionen Yen (etwa 600 Milliarden Euro). Sie verlängerte zudem die Haltedauer der Papiere auf bis zu zwölf Jahre von zuvor bis zu zehn Jahre. Zudem kündigte sie an, mehr risikoreichere Papiere kaufen zu wollen.

Abbildung 1: Veränderungen ausgewählter Währungen in 2015 - handelsgewichtete Basis



Anmerkungen: Aufwertung (+), Abwertung (-)

Quellen: Barclays Capital, Bloomberg.

Infolge der geldpolitischen Divergenzen hat der US-Dollar aufgewertet, da die Finanzmarktteilnehmer die US-Leitzinserhöhung antizipiert haben. Auf handelsgewichteter Basis hat der US-Dollar im Jahr 2015 um 9% aufgewertet, während der Euro um 4,6% gefallen ist.⁵ Der Schweizer Franken hat handelsgewichtet um 6,5% aufgewertet. Währungen von verschiedenen Schwellenländern, wie Brasilien oder Mexiko, haben an Wert verloren.

In Europa haben die expansive Geldpolitik und die etwas dynamischere Konjunktur die Aktienkurse zwischenzeitlich auf neue Höchstwerte getrieben, während die langfristigen Zinsen in den vergangenen Monaten ihren Abwärtstrend fortsetzten und dabei die Kreditrisikospalten im Euroraum tendenziell mit nach unten gezogen haben. 10-Jahreszinsen auf deutsche Bundesanleihen liegen zum Jahresende 2015 bei 0,63%, 9 Basispunkte höher als vor einem Jahr. In den USA tendierten die Marktzinsen leicht nach oben angesichts der Erwartung höherer Leitzinsen.⁶

Die wichtigsten US-Aktienmarktindizes sind im Jahr 2015 um 1% - 2% gefallen. Der Euro Stoxx 50, ein europäischer Aktienmarktindex, ist in lokaler Währung um 3,8% gestiegen, der Swiss Market Index (SMI) hingegen hat 1,8% verloren. Auf globaler Ebene ist der MSCI World Aktienmarktindex (in USD) um 2,7% gefallen, bedingt insbesondere durch Kursverluste in Schwellenländern.

Zu Jahresbeginn 2016 hat die nach einigen schwachen Konjunkturdaten wieder aufschwellende Un-

⁵ Ein handelsgewichteter oder effektiver Wechselkurs bildet den Aussenwert einer Währung gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner ab, er ist ein Indikator zur Beurteilung der Wettbewerbsfähigkeit eines Landes in Bezug auf die Währung.

⁶ NAIC (2015): Capital markets update: Fall 2015, Capital Markets Special Report, November.

sicherheit bezüglich der chinesischen Wirtschaft zu einem deutlichen Rückgang der Aktienkurse weltweit geführt. Bis zum 6. Januar hatten die Aktienmärkte in der Spitze bis zu USD 2300 Milliarden Wert verloren. Die chinesischen Behörden sahen sich mittlerweile gezwungen, Kapitalkontrollen wieder zu verschärfen, um der zunehmenden Kapitalflucht zu begegnen.

Die Kurse von Unternehmensanleihen sind im Jahr 2015 gesunken; die Risikospannen haben sich moderat ausgeweitet. US-Unternehmensanleihen mit niedriger Kreditqualität („Speculative Grade“) haben 4,5% verloren, während europäische Unternehmensanleihen 2,9% nachgegeben haben.

Die sinkende Nachfrage Chinas und ein Angebotsüberhang haben die Rohstoffmärkte beeinträchtigt. Der Ölpreis ist um mehr als ein Drittel gesunken. Der Bloomberg Rohstoffpreisindex ist im Jahr 2015 um 25% gefallen.

Die jährliche Inflationsrate im Euroraum liegt im Dezember bei 0,2%, unverändert gegenüber November. Die Kerninflationsrate (ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol & Tabak) liegt bei 0,9%, im Vergleich zu 0,7% vor einem Jahr. Die Erzeugerpreise liegen im November um 3,2% unter ihrem Vorjahresniveau.

In der Schweiz liegen die Konsumentenpreise im Dezember um 1,3% unter ihrem Vorjahresniveau. Die durchschnittliche Jahreststeuerung betrug im Jahr 2015 -1,1%. Das SECO erwartet für das Jahr 2016 einen weiteren Rückgang der Konsumentenpreise um 0,1%, aber im folgenden Jahr einen Anstieg um 0,2%.

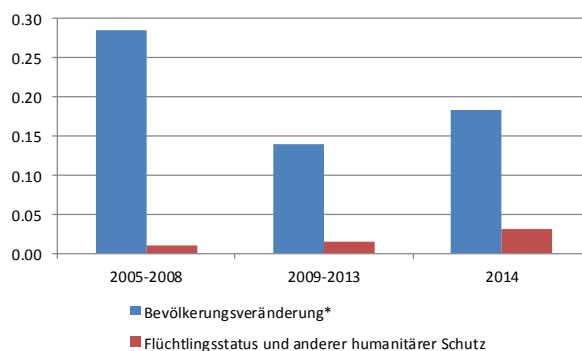
Risiken

Makrorisiko: Unverändert. Eine unerwartet deutliche Abschwächung der chinesischen Wirtschaft könnte die internationalen Wachstumsperspektiven

über niedrigere Handelsvolumina wie auch über negative Auswirkungen auf die internationalen Finanzmärkte beeinträchtigen. Das Wachstum des Welthandels ist im Jahr 2015 auf 2% gesunken. Der Rückgang ist zum einen auf das niedrigere Weltwirtschaftswachstum und zum anderen auf die verringerte Nachfrage nach Importgütern der chinesischen Volkswirtschaft zurückzuführen.

Geopolitische Spannungen stellen einen weiteren Risikofaktor dar. Die kürzlich von McKinsey veröffentlichten Ergebnisse einer Umfrage unter Führungskräften von Unternehmen identifizieren geopolitische Spannungen als das weltweit grösste Wachstumsrisiko.⁷ Die Sorge der Führungskräfte ist besonders akut in Europa und in Nordamerika.

Abbildung 2: Bevölkerungsveränderung in Europa und Netto-Flüchtlingsströme im Verhältnis zur EU-Gesamtbevölkerung (in %)



*Anmerkung: Bevölkerungsveränderung ist die Veränderung der Gesamtbevölkerung abzüglich Geburten und zuzüglich Todesfälle.

Quelle: OECD

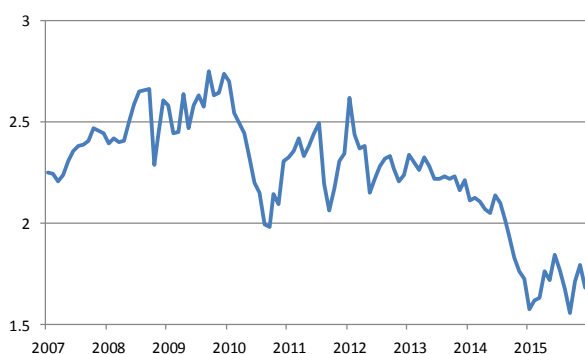
Der Flüchtlingszustrom nach Europa bringt die Gefahr sozialer und politischer Spannungen mit sich, welche die gesamtwirtschaftliche Entwicklung beeinträchtigen können. Das Verhältnis der Anzahl

⁷ McKinsey (2015): Economic conditions snapshot - Global survey results, December.

Flüchtlinge zur Bevölkerung ist marginal und auch relativ zum Bevölkerungswachstum niedrig, doch dürften die Flüchtlingszahlen weiter zunehmen. Die EU kämpft mit der Integration der Flüchtlinge und zeigt sich uneins bezüglich der Frage, wie die Flüchtlinge auf die einzelnen Mitgliedsländer verteilt werden sollen. Angesichts des zunehmenden Arbeitsangebots entsteht Druck auf das Lohnniveau, insbesondere im Niedriglohnbereich, welcher durch geringere Anforderungen an die Qualifikation der Arbeitnehmer gekennzeichnet ist.

Preisänderungsrisiko: Unverändert. Das Risiko einer längeren Periode mit negativen Preisänderungsraten bleibt bestehen. Die Kerninflation im Euroraum ist zuletzt leicht gestiegen. Basiseffekte sowie ein stärkerer privater Verbrauch sprechen zudem für einen leichten Anstieg der Inflationsraten. In der Schweiz werden die Inflationsraten hingegen aller Voraussicht nach in den kommenden Quartalen im negativen Bereich verbleiben.

Abbildung 3: Inflationserwartungen Euroraum abgeleitet aus implizierten Forward-Swapsätzen (inflationsgebunden)



Anmerkung: 5 Jahre Forward 5 Jahre voraus

Quelle: Bloomberg

Marktrisiko: Unverändert. Wertpapierkurse bleiben anfällig im Falle eines deutlichen Anstiegs der Marktzinsen oder in Bezug auf die Prämie, die Investoren dafür beziehen, dass sie risikobehaftete

Anlagen halten. Es gibt eine Vielzahl von Entwicklungen, die eine Ausweitung von Risikoprämien auslösen könnten. Diese beinhalten u.a. eine unerwartete Verschlechterung der Wachstumsperspektiven und eine damit verbundene Minderung der Kreditwürdigkeit von Unternehmen, privaten Haushalten oder Staaten.

Niedrige Marktzinsen können sich als Risiko für die Finanzstabilität erweisen, sofern Risikoprämien aufgrund von Friktionen auf ein aussergewöhnlich niedriges Niveau sinken. Derartige Friktionen umfassen zum Beispiel Beschränkungen, denen Investoren in ihrer Anlagepolitik unterliegen und bei denen sie an eine feste nominale Verzinsung ihrer Passiva gebunden sind, wie dies beispielsweise bei Lebensversicherern und Vorsorgeeinrichtungen der Fall ist. Wenn Investoren in diesem Umfeld verstärkt Risiken eingehen und keine angemessene Risikovorsorge betreiben, können abrupte Veränderungen von Vermögenspreisen und Liquiditätsbedingungen die Finanzstabilität gefährden.

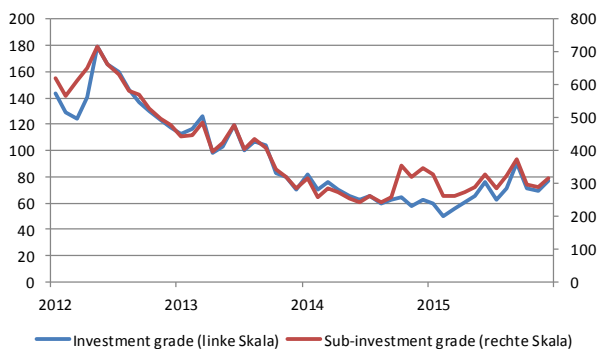
Die Herausforderungen, die mit den niedrigen Marktzinsen verbunden sind, werden durch die Ergebnisse eines Stresstests unterstrichen, den die Deutsche Bundesbank durchgeführt hat.⁸ Während die Auswirkungen der niedrigen Zinsen auf die Stabilität des deutschen Bankensektors demnach begrenzt sind, würden dauerhaft niedrige Zinsen die Risikotragfähigkeit vieler deutscher Lebensversicherer in Frage stellen.

Kreditrisiko: Unverändert. Kreditrisikospannen haben sich moderat ausgeweitet. Aus Risikoausfällen lassen sich unter bestimmten Annahmen implizite Ausfallraten der Unternehmensanleihen ableiten. Schätzungen der EZB signalisieren, dass

⁸ Deutsche Bundesbank (2015): Finanzstabilitätsbericht, Präsentation zur Pressekonferenz, 25. November.

die Aufschläge von europäischen Unternehmensanleihen den Kreditrisiken weitgehend entsprechen.⁹ Die Bank of England vertritt die Meinung, dass Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiken derzeit nicht vollständig in den Kursen von Unternehmensanleihen abgebildet werden.¹⁰

Abbildung 4: iTraxx-CDS-Indizes europäischer Unternehmensanleihen



Quelle: Bloomberg

Nachdem der europäische Unternehmensanleihenmarkt in den vergangenen Jahren stark gewachsen ist, entwickelten sich die Emissionsvolumina von Anleihen mit niedriger Kreditqualität („Speculative Grade“) in der zweiten Jahreshälfte rückläufig. Dies ist ein Hinweis, dass Investoren ihre Bereitschaft zur Risikoübernahme am Unternehmensanleihenmarkt tendenziell verringert haben.

Seit Mitte Dezember wurden in den USA keine neuen „Speculative Grade“-Unternehmensanleihen emittiert, der Markt ist ausgetrocknet, der Risikoappetit der Anleger derzeit verschwunden.¹¹ Emittenten mit niedriger Bonität laufen dadurch Gefahr,

Schwierigkeiten bei der Refinanzierung von fällig werdenden Schulden zu bekommen.

Verschiedene Kreditfonds (u.a. Third Avenue, Lucidus Capital Partners) mussten im Dezember Anlagen liquidieren aufgrund von gestiegenen Rückzahlungen an Investoren, während der Hedgefonds Stone Capital ankündigte, Auszahlungen aus seinem Kreditfonds auszusetzen.

Im Jahr 2015 sind gemäss Standard & Poor's 112 Unternehmensanleihen ausgefallen, der höchste Wert seit 2009. Hauptsächlich betroffen sind Unternehmen aus dem Öl- und Gassektor sowie dem Energiesektor. Ratingagenturen gehen davon aus, dass die Ausfallraten von Unternehmensanleihen im Jahr 2016 ansteigen werden.¹²

Häusermarktrisiko: Unverändert. Die Nachfrage nach Immobilien wird weiterhin durch die günstigen Finanzierungsbedingungen gestützt. Anhaltende Preissteigerungen können Gläubiger dazu verleiten, die Kreditvergabe überproportional auszuweiten und Kreditvergabestandards zu lockern. Dies kann zu systemischen Risiken führen.

Liquiditätsrisiko: Gestiegen. Die Liquidität der Finanzmärkte – die Möglichkeit, grosse Beträge in verschiedenen Anlageklassen zu niedrigen Kosten zu verkaufen – ist weiterhin hoch. Verschiedene Untersuchungen suggerieren jedoch, dass die Marktliquidität angesichts Veränderungen der Marktstrukturen anfälliger geworden ist. Es besteht dadurch die Gefahr, dass Liquiditätsprämien im Falle von unerwarteten Schocks abrupt steigen, und Kursverluste damit verstärkt würden. Dies könnte beispielsweise durch eine abrupte Abnahme des Risikoappetits der Investoren ausgelöst werden. Investmentfonds könnten gezwungen sein,

⁹ EZB (2015): Financial Stability Review, November.

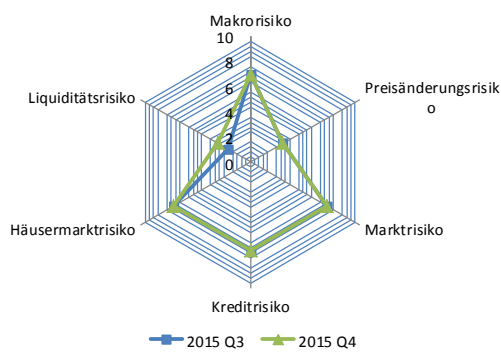
¹⁰ Bank of England (2015): Financial Stability Report, Dezember.

¹¹ Financial Times (2016): Drought descends on US junk bond market, 7. Januar.

¹² Financial Times (2015): Corporate debt downgrades hit 1 \$tn worth of issues, 4. Dezember.

kurzfristig in grösserem Masse Rückzahlungen zu leisten. Gerade im Falle von solchen Investmentfonds, welche die eingezahlten Kundengelder in illiquiden Anlagen investieren, wie Unternehmensanleihen oder Immobilienfonds, könnte dies zu Liquiditätsungleichgewichten führen und die Finanzstabilität beeinträchtigen.

Abbildung 5: Risikokarte



Quelle: FMA

Dr. Christian Schmidt
 Leiter Makroprudenzielle Aufsicht
 +423 236 71 22

Redaktionsschluss: 8. Januar 2016