

## Volkswirtschaftsmonitor Q2/2018

Konjunktur schwächt sich seit Jahresbeginn leicht ab – Normalisierung der Geldpolitik dürfte Volatilität an den Finanzmärkten weiter erhöhen

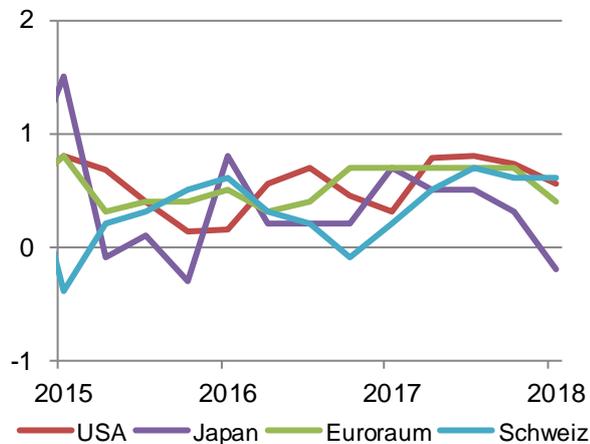
*Nach der breiten Erholung der globalen Konjunktur in den vergangenen eineinhalb Jahren deuten die Daten seit Jahresbeginn auf eine Verlangsamung des Wachstums hin. Zwar signalisieren die verschiedenen Frühindikatoren weiterhin moderates Wachstum, jedoch haben sich die Stimmungsindikatoren seit Jahreswechsel merklich abgekühlt. Unterdessen setzt die US-Notenbank ihre geldpolitische Kontraktion fort, und auch die EZB hat mit der Ankündigung, mit Ende des Jahres aus dem Anleihen-Ankaufsprogramm auszustiegen, die Normalisierung der Geldpolitik eingeleitet. Vor dem Hintergrund der hohen Bewertungen an den Aktienmärkten, hohen Verschuldungsquoten im Haushalts- und Unternehmensbereich und des sich nun langsam abzeichnenden Inflationsdrucks haben sich die Risikoprämien sowohl in Schwellenländern als auch bei niedriger bewerteten Unternehmensanleihen bereits merklich erhöht. Phasen geldpolitischer Kontraktionen sind zudem vielfach mit höherer Volatilität an den Finanzmärkten gekennzeichnet, was die Risikoprämien tendenziell weiter nach oben treiben dürfte. Ein Szenario eines abrupten Zinsanstieges, wie es z.B. mit einer stärker steigenden Inflation passieren könnte, bleibt ein wichtiges Abwärtsrisiko. Auch die politische Unsicherheit, insbesondere der zunehmende Protektionismus, der in einem globalen Handelskrieg enden könnte, ist ein nicht zu unterschätzender Risikofaktor. Die damit verbundene Abschwächung der globalen Handelstätigkeit könnte zu einer Rezession führen, welche die grossen Zentralbanken im aktuellen Niedrigzinsumfeld nur sehr beschränkt abfedern könnten.*

## 1. Konjunkturelle Entwicklung

Nach der deutlichen Beschleunigung der Konjunktur im vergangenen Jahr – das globale Wirtschaftswachstum stieg auf den höchsten Wert seit sechs Jahren – deuten die letzten verfügbaren Daten auf eine leichte Abkühlung der Konjunktur hin. Das BIP-Wachstum im Euroraum sank im ersten Quartal 2018 auf 0,4% gegenüber dem Vorquartal, nachdem in den vorhergehenden Quartalen noch ein starkes Wachstum von 0,7% verzeichnet wurde. In den USA ging das Wachstum nur leicht auf 0,6% zurück, während die japanische Volkswirtschaft sogar das erste negative Quartalswachstum seit zwei Jahren verzeichnete. In der Schweiz blieb das BIP-Wachstum hingegen stabil bei 0,6% (Abb. 1).

**Abb. 1: Leichte globale Konjunkturabkühlung**

(BIP-Wachstum zum Vorquartal in Prozent)



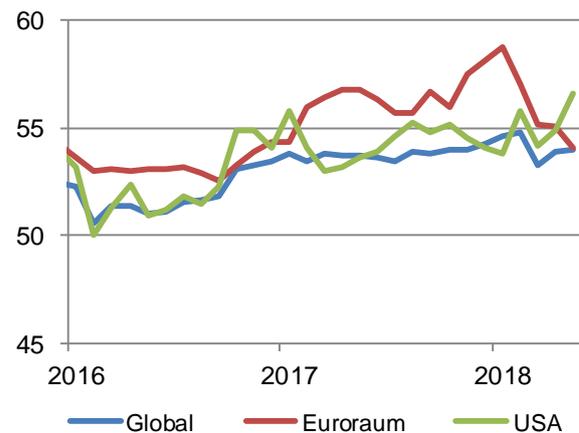
Quelle: Bloomberg, nationale Quellen.

Die Frühindikatoren zeigen seit Jahresbeginn ein ähnliches Bild: Im Euroraum hat sich der Einkaufsmanagerindex (PMI) seit dem Höchststand von 58,8 im Januar deutlich auf 54,1 im Mai abgeschwächt (Abb. 2). Der Wert signalisiert zwar weiterhin positives, aber schwächeres Wachstum. Während auch auf globaler Ebene ein leichter Rückgang der PMIs zu verzeichnen ist, hat sich die Konjunktur in den USA zuletzt sogar beschleunigt. Dies dürfte insbesondere auf die ex-

pansive Steuerreform zurückzuführen sein, jedoch stösst die USA zunehmend auf angebotsseitige Kapazitätsgrenzen auf dem Arbeitsmarkt.

**Abb. 2: Frühindikatoren signalisieren weiterhin positives, aber schwächeres Wachstum**

(Einkaufsmanagerindex; Diffusionsindex)

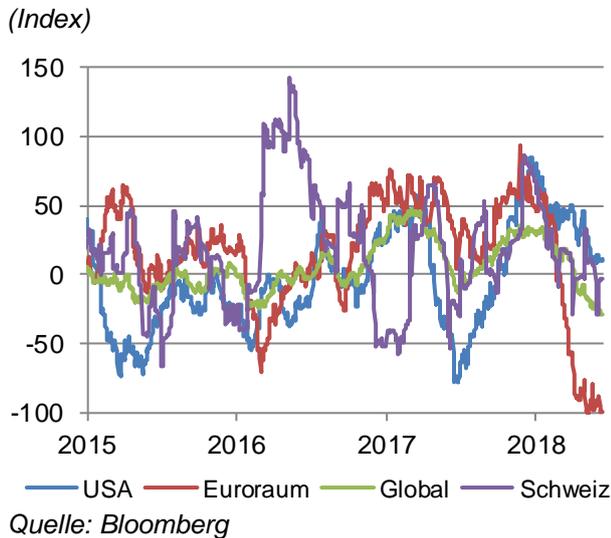


Quelle: Bloomberg

Auch andere Frühindikatoren zeichnen ein ähnliches Bild. Der ifo Geschäftsklimaindex, ein wichtiger Konjunkturindikator für Deutschland, ist seit Ende des letzten Jahres fünf Mal in Folge gefallen, hat sich aber zuletzt im Mai etwas stabilisiert. Der Eurocoin-Indikator, eine monatliche Schätzung zum BIP-Wachstum im Euroraum von der Banca d'Italia, hat zuletzt drei Monate in Folge nachgegeben. Insgesamt signalisieren alle diese Indikatoren eine Abschwächung der Konjunktur, jedoch weiterhin moderates Wachstum.

Insgesamt haben sich die sehr positiven Erwartungen insbesondere im Euroraum seit Jahresbeginn nicht erfüllt. Dies wird anhand des Citi Economic Surprise Index für den Euroraum sichtbar, der seit einigen Monaten deutlich im Minus notiert und damit anzeigt, dass die publizierten Daten die Erwartungen nicht erfüllen konnten (Abb. 3). Auch der globale Index rutsche zuletzt ins Negative, während die USA und die Schweiz nahe der Nulllinie notieren – ein Zeichen dafür, dass sich die Konjunktur in etwa so entwickelt, wie dies von Experten erwartet worden war.

**Abb. 3: Citi Economic Surprise Index**



In Liechtenstein deuten die Indikatoren weiterhin auf ein günstiges wirtschaftliches Umfeld hin. Während in der Konjunkturumfrage im vierten Quartal 2017 ein leichter Rückgang in der Beurteilung der allgemeinen Lage unter den befragten Unternehmen zu verzeichnen war, werden die Geschäftsaussichten am Anfang dieses Jahres wieder etwas besser eingeschätzt. Nur ein Prozent der Befragten beurteilte die allgemeine konjunkturelle Lage als ‚schlecht‘, wogegen 42% der Befragten die Lage als ‚gut‘ bezeichneten. Für das zweite Quartal 2018 wird sogar mit einer leichten Verbesserung der Geschäftslage gerechnet. Die sehr positive Konjunktorentwicklung zeigt sich insbesondere auch an den Beschäftigungszahlen: Ende 2017 arbeiteten in Liechtenstein rund 38 800 Personen, was einer Zunahme von 3,6% gegenüber dem Vorjahr entspricht.

Die globale Erholung, die sich in den letzten zwei Jahren beschleunigt und an Breite gewonnen hat, führt auch zu einer merklichen Erholung am Arbeitsmarkt. In den USA sank die Arbeitslosenquote zuletzt auf 3,8% und damit auf den tiefsten Wert seit fast 20 Jahren. Auch im Euroraum ist die Arbeitslosenquote mit 8,5% auf dem niedrigsten Stand seit 2008. Im internationalen Vergleich weiterhin sehr niedrig sind die Arbeitslosenquoten in der Schweiz (2,6%) und in Liechtenstein

(1,8%). Während beispielsweise im Euroraum durchaus noch Kapazitäten am Arbeitsmarkt verfügbar sind, könnte insbesondere in den USA, wo die Arbeitslosenquote schon seit einigen Monaten deutlich unter ihrem natürlichen Niveau liegt, die Angebotsseite zu einem Wachstumsbremsen in den nächsten Quartalen werden.

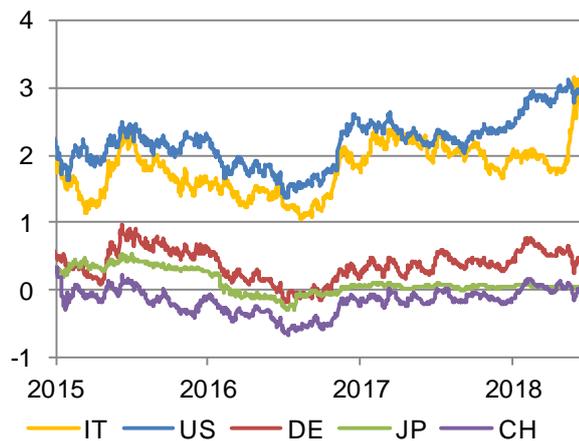
## 2. Inflation & Finanzmärkte

Mit der Erholung am Arbeitsmarkt hat auch der Inflationsdruck in den letzten Monaten leicht zugenommen. Während vor allem der Anstieg der Energiepreise eine wichtige Rolle spielte, hat im Euroraum nicht nur die Inflationsrate (1,9% im Mai, +0,6 Pp.), sondern auch die Kerninflation (1,1%, +0,3 Pp.) zugenommen. Auch die Inflationsraten in den USA (2,8%) und in der Schweiz (1,0%) sind im Mai weiter angestiegen.

Die Europäische Zentralbank (EZB) kündigte in ihrer geldpolitischen Entscheidung letzte Woche an, dass sie plane, das derzeit laufende Ankaufsprogramm nach September von 30 auf 15 Mrd. Euro pro Monat zu reduzieren, bevor es mit Jahresanfang 2019 ganz auslaufen soll. Während diese Entscheidung weithin erwartet worden war, sorgte die Ankündigung, dass die Zinsen bis zumindest nach dem Sommer 2019 nicht angehoben werden, für eine positive Überraschung an den Märkten, die teilweise mit einer früheren geldpolitischen Kontraktion gerechnet hatten. Die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) erhöhte wie erwartet den Leitzins um 0,25 Pp. auf eine Spanne von 1,75-2,00% und damit auf den höchsten Wert seit der globalen Finanzkrise. Während mit diesem Zinsschritt gerechnet worden war, überraschte sie die Märkte mit der Ankündigung, dass in diesem Jahr noch zwei weitere Zinsschritte geplant seien. Die Abwertung der europäischen Gemeinschaftswährung, die bereits in den letzten Wochen vor dem Hintergrund der relativ zu den USA etwas schwächeren Konjunktorentwicklung zu beobachten war, setzte sich nach der Zinsentscheidung fort, auch zum CHF verzeichnete der Euro Kursverluste.

**Abb. 4: Italiens Anleihenmarkt kommt unter Druck, langfristige US-Zinsen ziehen an**

(Prozent)



Quelle: Bloomberg.

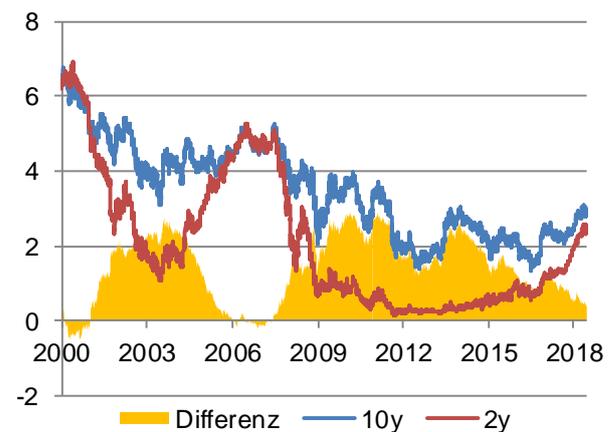
Vor dem Hintergrund der starken Konjunktur und der anziehenden Inflation stiegen die 10-jährigen US-Staatsanleihezinssätze zeitweise auf über 3%, während die Zinsen auf langfristige deutsche Bundesanleihen seit März leicht nachgaben (Abb. 4). Ende Mai kam es aufgrund der Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Regierungsbildung in Italien zu erheblichen Verwerfungen am italienischen Anleihenmarkt. Die 10-jährigen Anleihen stiegen um mehr als einen Prozentpunkt auf über drei Prozent. Obwohl die Zinsen seither wieder etwas zurückgingen, zeigt sich anhand dieser Situation, wie nervös die Märkte derzeit auf politische Risiken reagieren.

Auch die Entwicklungen an den US-Anleihenmärkten geben zunehmend Anlass zur Sorge. Vieles deutet darauf hin, dass sich der Konjunkturzyklus in den USA bereits in einem späten Stadium befindet. Seit Ende 2015, als die Fed zum ersten Mal den Leitzins angehoben hat, sind die kurzfristigen Zinsen deutlich stärker gestiegen als die langfristigen, d.h. die Zinsstrukturkurve hat sich merklich abgeflacht (Abb. 5). In den letzten Tagen ist der Spread zwischen 10- und 2-jährigen US-Staatsanleihen auf unter 0,4 Pp. und damit den tiefsten Stand seit 2007 gefal-

len. Eine Umkehr der Zinskurve – insbesondere, wenn der Spread ins Negative dreht – gilt als Vorbote einer Rezession, da die Märkte langfristig Zinssenkungen einpreisen.

**Abb. 5: Weitere Abflachung der US-Zinskurve**

(Prozent; Prozentpunkte)



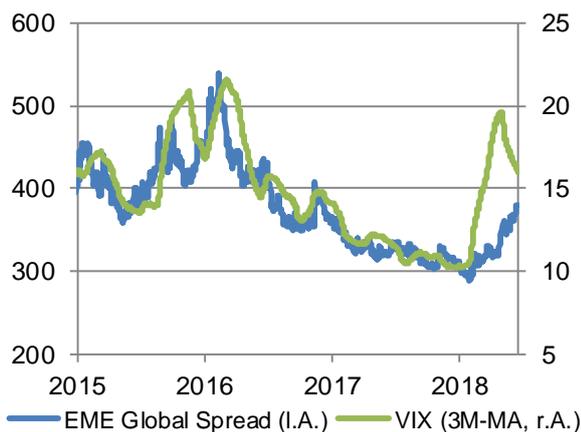
Quelle: Bloomberg.

An den Wechselkursmärkten kam es in den letzten Monaten zu einer deutlichen USD-Aufwertung, nicht nur gegenüber dem Euro, sondern auch gegenüber vielen Schwellenländern. Die nach wie vor starke US-Konjunktur, die zu steigenden Zinsen führt, macht Anlagen in den USA attraktiver und führt damit zu Kapitalabflüssen aus den Schwellenländern. Da sich diese Länder vielfach in Fremdwährung (USD) verschulden, da sie in Lokalwährung kaum Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten haben, erhöht eine Aufwertung des USD die Schuldenlast in der jeweiligen Landeswährung. In Ländern mit einer hohen externen Verschuldung – z.B. Argentinien und Türkei – kam es deshalb bereits zu starken Kapitalabflüssen, die sich in einer entsprechenden Abwertung der jeweiligen Lokalwährung niederschlugen. Die Staatsanleihe-Spreads der Schwellenländer haben in den letzten Wochen insgesamt deutlich zugelegt (Abb. 6). Eine höhere Unsicherheit an den Finanzmärkten – hier dargestellt anhand eines dreimonatigen Durchschnitts des impliziten Volatilitätsindex

(VIX) – ist typischerweise auch mit höheren Zinsaufschlägen für Schwellenländer verbunden. Zwar ist die Volatilität seit dem markanten Anstieg im Februar wieder etwas gesunken, jedoch ist die Phase historisch niedriger Volatilität, die im Vorjahr beobachtet werden konnte, seither vorbei. Auch der Spread von US-Unternehmensanleihen (BBB-Rating) ist seit Februar etwas angestiegen, wenngleich sich das Ausmass und damit die ökonomischen Auswirkungen bisher in Grenzen halten dürften.

**Abb. 6: Höhere Volatilität am Aktienmarkt, steigende Spreads in Schwellenländern**

(Basispunkte; Index)



Quelle: JP Morgan, Bloomberg.

### 3. Risiken

Nachdem sich die globale Konjunktur in den vergangenen zwei Jahren zunehmend beschleunigt hat, deuten die Daten für das erste Halbjahr 2018 auf eine Verlangsamung des Wachstums hin. Während die Fed ihre geldpolitische Kontraktion fortsetzt und dieses Jahr bereits zwei Mal an der Zinsschraube gedreht hat, hat nun auch die EZB den Ausstieg aus dem Anleihen-Ankaufprogramm mit Ende des Jahres angekündigt. Obwohl die Zinsen vorerst noch nicht steigen sollen, wird die Normalisierung der Geldpolitik damit auch im Euroraum eingeläutet. Die Einleitung kontraktiver geldpolitischer Massnahmen

ist vielfach mit höherer Volatilität an den Finanzmärkten gekennzeichnet – die Phase historisch niedriger Volatilität, die wir bis Februar beobachten konnten, dürfte also auf absehbare Zeit vorbei sein. Vor dem Hintergrund der nach wie vor hohen Bewertungen an den Aktienmärkten, gestiegenen Verschuldungsquoten im nicht-finanziellen Unternehmens- und Haushaltsbereich und des sich abzeichnenden zunehmenden Inflationsdrucks sind die Risikoprämien bereits leicht angestiegen. Der Arbeitsmarkt in den USA nähert sich zudem seiner Kapazitätsgrenze, wodurch die Wachstumseffekte der Steuerreform niedriger ausfallen dürften als erwartet. Ein stärkerer Anstieg der Inflation könnte zu einem Anstieg der Zinsen, zu einer Kurskorrektur an den Finanzmärkten und zu einer weiteren Erhöhung der Risikoprämien führen, was vor dem Hintergrund der hohen Schuldenlast in vielen Sektoren problematisch wäre. Auch von den Schwellenländern gehen in einem Umfeld, das von einer Aufwertung des USD geprägt ist, vermehrte Risiken aus, welche die globale Konjunktur gefährden könnten. Währenddessen werden die Märkte durch den zunehmenden Protektionismus zusätzlich verunsichert. Sollten diese Handelsbeschränkungen das Welthandelwachstum merklich dämpfen, wäre ein globaler Konjunkturreinbruch wohl kaum zu verhindern, und kleine und offene Volkswirtschaften wie Liechtenstein wären ganz besonders davon betroffen. Eine globale Rezession könnte im aktuellen Umfeld, das nach wie vor an den Nachwirkungen der globalen Finanzkrise leidet, von den Zentralbanken aufgrund des Niedrigzinsumfeldes nur ungenügend abgefedert werden.

Dr. Martin Gächter  
 Leiter Makroprudenzielle Aufsicht  
[martin.gaechter@fma-li.li](mailto:martin.gaechter@fma-li.li)  
 18. Juni 2018

*Der Volkswirtschaftsmonitor Q3/2018 wird voraussichtlich am 17. September 2018 publiziert.*