

Volkswirtschaftsmonitor Q2/2019

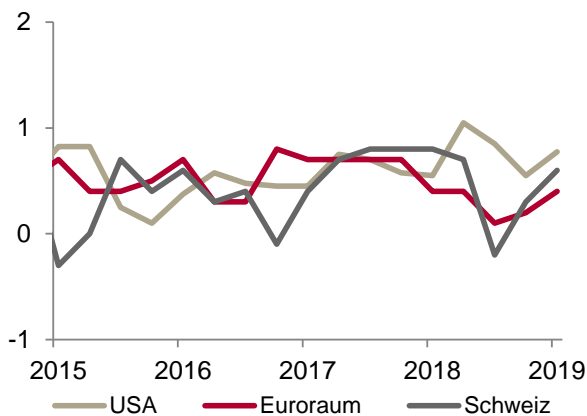
Schwächelnde Weltwirtschaft führt zu sinkenden Zinserwartungen –
konjunkturelle Lage in Liechtenstein jedoch nach wie vor positiv

Während sich die Wachstumsraten zu Jahresbeginn in den wichtigsten Volkswirtschaften wieder leicht erholt haben, deuten die Frühindikatoren auf eine weitere Abkühlung der globalen Konjunktur hin. Insbesondere die globale Handelstätigkeit verzeichnete vor dem Hintergrund des US-chinesischen Handelskonfliktes seit dem Jahreswechsel negative Wachstumsraten, was den globalen Abschwung in den nächsten Monaten weiter verstärken könnte. Die konjunkturellen Aussichten in Liechtenstein bleiben hingegen noch vergleichsweise positiv. Im vergangenen Jahr wurde ein weiterer Beschäftigungsrekord erzielt, und auch die sonst verfügbaren Daten deuten auf ein positives Jahr für die Liechtensteiner Volkswirtschaft hin. Trotzdem dürfte sich der globale Abschwung auch hierzulande langsam bemerkbar machen. Die Konjunkturumfrage hat ihren Höhepunkt überschritten, und die Quartale zum Jahreswechsel verzeichneten doch recht deutliche Rückgänge bei den Direktexporten. An den internationalen Finanzmärkten führten die schlechteren Konjunkturaussichten zu niedrigeren Zinserwartungen und einer Ausweitung der negativen Renditen auf Staatsanleihen. In den USA werden noch für dieses Jahr drei Zinssenkungen erwartet, und auch die EZB hat eine Wiederaufnahme des Anleihen-Ankaufsprogramms in Aussicht gestellt. Die Aktienmärkte trotzten bisher den schlechteren Konjunkturaussichten und verzeichneten teilweise sogar neue Rekordstände. Diese Entwicklungen bestätigen jedoch einmal mehr, dass die aktuell hohen Bewertungen stark von den sehr expansiven geldpolitischen Bedingungen getrieben sind, und dass sich die Ungleichgewichte damit weiter verstärken könnten. Der mangelnde geldpolitische Spielraum bei einer möglichen Rezession bleibt dabei die wohl aktuell grösste Herausforderung für die Weltwirtschaft.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Trotz der leichten Erholung der BIP-Wachstumsraten deuten die aktuellen Daten auf einen Abschwung der globalen Konjunktur hin. Das BIP-Wachstum hat sich im ersten Quartal 2019 in den grössten Volkswirtschaften wieder etwas erholt. Im Euroraum stieg das BIP um 0,4% gegenüber dem Vorquartal, in den USA um 0,8%. Auch in der Schweiz erhöhte sich das Quartalswachstum von 0,3% im letzten Quartal 2018 auf 0,6% zu Beginn des Jahres (Abb. 1). Trotz dieser leichten Erholung zu Jahresbeginn hat sich die globale konjunkturelle Lage merklich abgeschwächt. Der IWF geht davon aus, dass sich das Weltwirtschaftswachstum von 3,6% im Jahr 2018 auf 3,3% in diesem Jahr verlangsamen wird. Für die Folgejahre wird wieder mit einer leichten Erholung gerechnet.

Abb. 1: BIP-Wachstum
(Wachstum zum Vorquartal in Prozent)



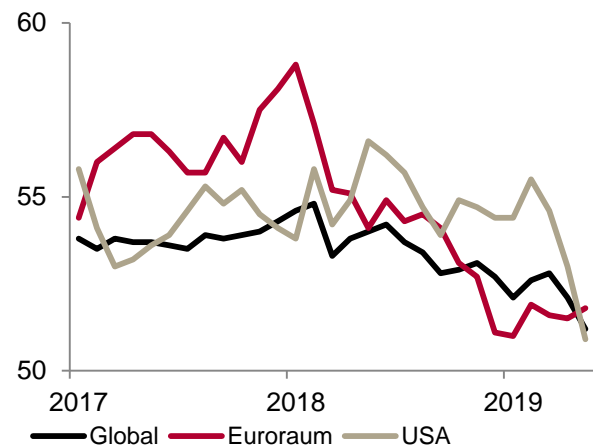
Quelle: Bloomberg, nationale Quellen.

Früh- und Vorlaufindikatoren zeichnen ein weniger optimistisches Bild. Die Einkaufsmangerindizes (PMI, Abb. 2) haben sich in den letzten eineinhalb Jahren deutlich abgeschwächt und liegen in den wichtigsten Wirtschaftsräumen nur mehr knapp über dem Wert von 50, die Expansion hat sich also deutlich abgeschwächt. In der Schweiz ist der PMI zuletzt unter diese wichtige Marke gefallen, und auch das KOF-Konjunkturbarometer verzeichnete im Mai das zweite Minus in Folge und liegt deutlich unter

dem langjährigen Durchschnitt. Ähnlich präsentiert sich die Lage in Deutschland, wo der ifo-Geschäftsklimaindex im Mai erneut gesunken ist.

Abb. 2: Frühindikatoren signalisieren Konjunkturabkühlung

(Einkaufsmanagerindex; Diffusionsindex)

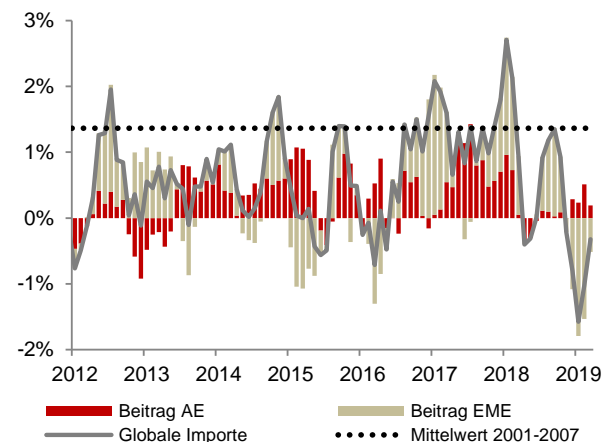


Quelle: Bloomberg, Markit.

Das globale Handelswachstum verzeichnete vor dem Hintergrund der Handelskonflikte und der schwächeren Konjunktur zuletzt negative Werte (Abb. 3), was insbesondere durch die schwachen Entwicklungen in den Schwellenländern getrieben wurde.

Abb. 3: Globaler Handel schwächelt

(3m-o-3m Wachstum in Prozent)



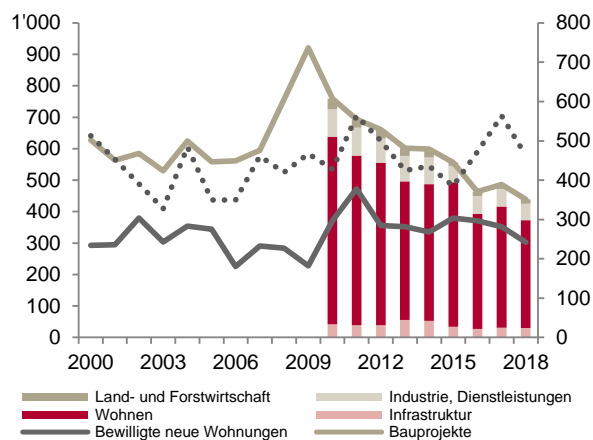
Quelle: CPB Netherlands.

Die Abschwächung in der globalen Handelstätigkeit dürfte sowohl auf die politischen Konflikte als auch auf die Konjunkturabkühlung zurückzuführen sein, die sich dadurch selbst weiter verstärken könnte.

Die Stimmungsindikatoren in Liechtenstein haben sich zuletzt auf etwas niedrigerem Niveau stabilisiert. Nach dem Stimmungshoch Mitte 2018 hat sich die konjunkturelle Lage auch in Liechtenstein etwas eingetrübt. Trotzdem bleiben die Aussichten vergleichsweise positiv: Im 1. Quartal 2019 beurteilten 41% der befragten Unternehmen die Lage als „gut“, weitere 54% als „befriedigend“. Damit hat sich die allgemeine Lage nur leicht gegenüber dem Vorquartal abgeschwächt. Das Jahr 2018 dürfte für die liechtensteiner Volkswirtschaft ein erfolgreiches Jahr gewesen sein. Mit einer Zunahme der Beschäftigten um 2,6% wurde ein neuer Beschäftigungsrekord erreicht (39'660 Personen), die Umsätze von 25 grösseren Unternehmen lagen im zweiten Halbjahr 2018 um 7% über dem Vorjahreswert. Das internationale Konjunkturmilieu macht sich jedoch anhand der direkten Warenexporte (ohne die Schweiz) bemerkbar. Sowohl im 4. Quartal 2018 als auch zu Jahresbeginn wurden negative Wachstumsraten gegenüber dem Vorjahresquartal verzeichnet.

Abb. 4: Bautätigkeit in Liechtenstein

(Mio. CHF; Anzahl bewilligter Wohnungen)

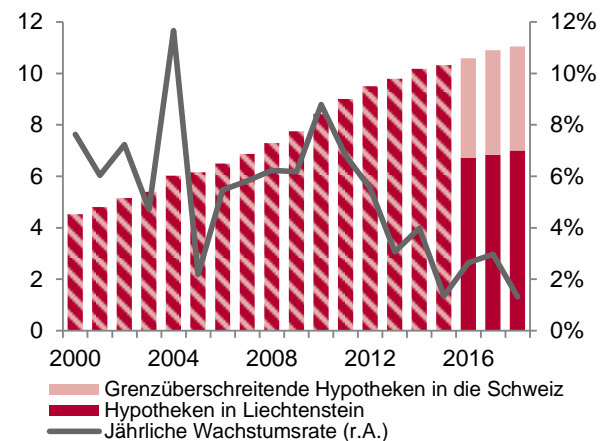


Quelle: Amt für Statistik, eigene Darstellung.

Aktuelle Daten zur Bautätigkeit deuten eine weitere leichte Abschwächung am liechtensteiner Immobilienmarkt an. Im Jahr 2018 sank die Anzahl der Baubewilligungen bzw. Baufreigaben von 486 auf 439. Von den 439 Bewilligungen betrafen 142 Neubauprojekte, beim Rest handelte es sich um Veränderungsbauprojekte. Auch die geplanten Baukosten nahmen nach einem vorübergehenden Anstieg 2017 im letzten Jahr wieder von CHF 564 auf 462,3 Mio. ab, die Anzahl der bewilligten Wohnungen sank von 352 auf 303 Wohnungen. Die Leerstandsquote bei Wohnungen in Liechtenstein nahm leicht auf 4,7% zu, damit sind per Jahresende 2018 849 Wohnungen verfügbar.

Abb. 5: Hypothekarkredite im Schweizer Franken Währungsraum

(Mrd. CHF; jährliches Wachstum in %)



Quelle: Amt für Statistik, eigene Darstellung.

Vor diesem Hintergrund hat sich auch der Wachstumsrückgang bei den Hypothekaranlagen der liechtensteiner Banken zuletzt fortgesetzt. Die Hypothekaranlagen in Liechtenstein und der Schweiz sind 2018 um 1,3% auf CHF 11,05 Mrd. gestiegen. Das Wachstum in Liechtenstein war mit 2,5% auf CHF 7 Mrd. etwas höher, aber nach wie vor moderat. Der Anstieg war vor allem durch eine Ausweitung der Hypotheken für Wohnliegenschaften getrieben. Während im Rahmen des Financial Stability Report (FSR) im November wieder eine umfassendere Analyse des Immobilienmarktes erscheinen wird, lassen diese neuen Zahlen bereits jetzt den Schluss zu,

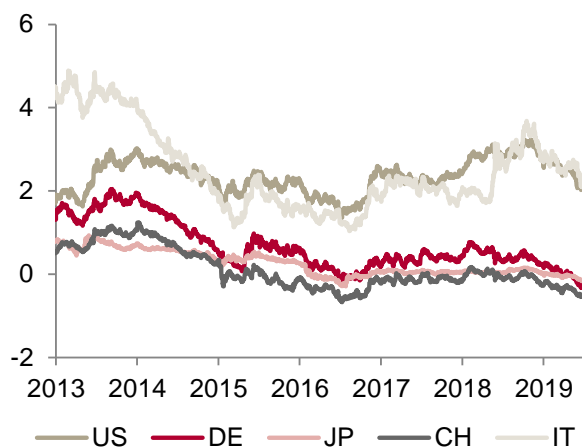
dass die Risiken im Immobilienmarkt tendenziell leicht abgenommen haben.

2. Inflation & Finanzmärkte

Die langfristigen Zinsen sind aufgrund niedriger Wachstumserwartungen wieder deutlich gesunken. Die 10-jährigen US-Staatsanleihen rentierten zuletzt nur noch mit 2,1%, nachdem im vergangenen November noch Renditen von 3,2% verzeichnet wurden. Deutsche 10-jährige Bundesanleihen weiteten ihre negativen Renditen zuletzt aus und verzeichneten Rekordstände, und auch in der Schweiz haben sich die negativen Renditen zuletzt wieder ausgeweitet (Abb. 6).

Abb. 6: 10-jährige Staatsanleihen

(Prozent)



Quelle: Bloomberg.

Die Inversion der US-Zinsstrukturkurve hat sich weiter verstärkt. Obwohl auch die kurzfristigen Zinsen gesunken sind, hat sich die Inversion der Zinsstrukturkurve – ein beliebter Indikator für bevorstehende Rezessionen – zuletzt ausgeweitet. Der Spread zwischen 10-jährigen und 3-monatigen Staatsanleihen rutschte ins Negative, während jener zwischen 10- und 2-jährigen Papieren weiterhin knapp positiv blieb (Abb. 7).

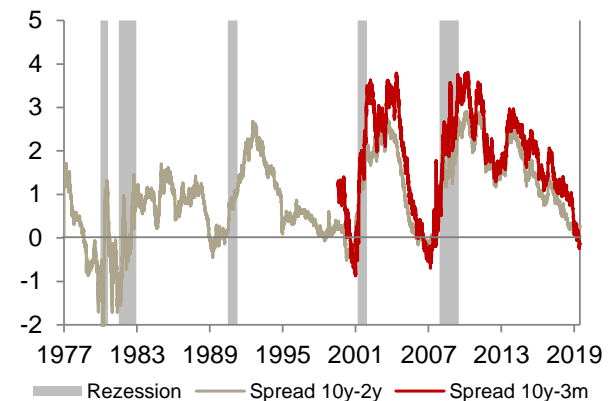
Die Aktienmärkte waren in den letzten Wochen von stärkeren Schwankungen geprägt.

Nach der Korrektur am Ende des Jahres und der nachfolgenden Erholung waren die Aktienmärkte in den letzten Wochen vor dem Hintergrund des

US-chinesischen Handelsstreits merklich verunsichert, zeigten aber im Wesentlichen eine Seitwärtsbewegung (Abb. 8).

Abb. 7: Inversion der US-Zinsstrukturkurve

(Prozentpunkte)

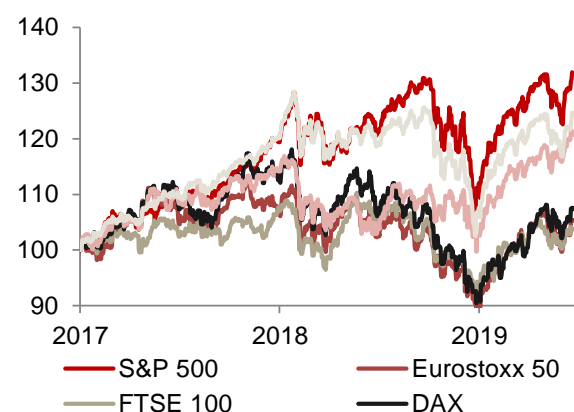


Quelle: Bloomberg.

Die Konjunkturabschwächung spiegelt sich bisher kaum in den Kursen der Aktienmärkte wider. Während der Aufschwung an den US-Aktienmärkten in den letzten drei Jahren von sich aufhellenden Konjunkturaussichten und damit von einem stetigen Anstieg der langfristigen Zinsen begleitet war, hat sich dieses Muster in der Erholungsphase seit Jahresbeginn umgekehrt.

Abb. 8: Aktienmärkte weiterhin stark

(Index 01.01.2017 = 100)



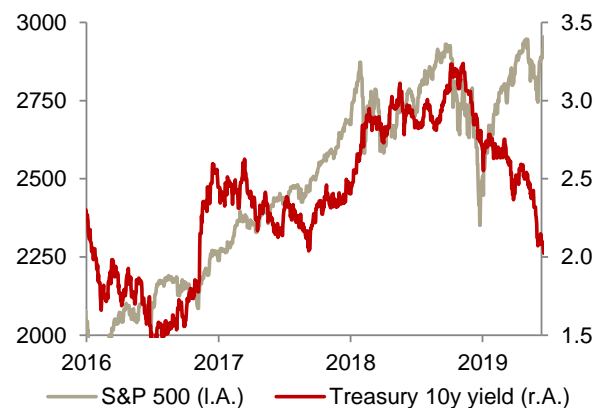
Quelle: Bloomberg.

Die Kursgewinne waren von einem markanten Rückgang der langfristigen Zinsen begleitet (Abb. 9). Die hohen Bewertungen an den Aktienmärk-

ten basieren damit vor allem auf den gesunkenen Zinserwartungen, insbesondere in den USA.

Abb. 9: Aktien- und Anleihenmärkte senden divergierende Konjunktursignale

(Index; Prozent)



Quelle: Bloomberg.

Die grossen Zentralbanken – Fed, EZB und SNB – setzten ihren geldpolitischen Kurs zuletzt unverändert fort. Die EZB liess ihre wichtigsten Refinanzierungssätze im Juni unverändert und kündigte an, dass diese zumindest bis Jahresmitte 2020 unverändert bleiben werden. EZB-Präsident Draghi stellte letzte Woche überraschenderweise eine Wiederaufnahme des Anleihen-Ankaufsprogramms in Aussicht, sollte sich der Inflationsausblick nicht in Richtung des EZB-Ziels erholen. Die SNB belies ihre geldpolitische Ausrichtung unverändert, führte jedoch vor dem Hintergrund des Auslaufens des CHF-Libor mit Ende 2021 eine neue Definition ihres Leitzinses ein. Die bisherige Rolle des Zielbandes für den Dreimonats-Libor übernimmt fortan der neu eingeführte SNB-Leitzins, der derzeit -0,75% beträgt. Auch die Fed drehte vorerst in ihrer Juni-Sitzung nicht an der Zinsschraube und liess die Zinsen unverändert bei 2,25-2,50%. Die Marktteilnehmer gehen jedoch bereits für das Juli-Meeting von einer Zinssenkung aus. Zudem implizieren die aktuellen Marktdaten, dass die Marktakteure mit weiteren zwei Zinssenkungen noch in diesem Jahr rechnen.

3. Risiken

Die Abwärtsrisiken für die globale Konjunktur haben sich zuletzt verstärkt. Die hohe politische Unsicherheit – insbesondere in Bezug auf die zukünftige Handelspolitik – und die globale Konjunkturschwäche könnten sich im aktuellen Umfeld gegenseitig verstärken. Gleichzeitig fehlt der geldpolitische Spielraum, um einen Abschwung (oder gar eine Rezession) entsprechend abzufedern, insbesondere im Euroraum und auch in der Schweiz.

Die Null- bzw. Negativzinsen drohen vor dem Hintergrund der eingetrübten Wirtschaftsaussichten zum Normalzustand zu werden. Die niedrigen Zinsen haben in verschiedenen Marktsegmenten wesentlich zu Ungleichgewichten beigetragen. So ist die Verschuldung in vielen Ländern und Sektoren in den letzten Jahren deutlich gestiegen, darunter z.B. die Unternehmensverschuldung in den USA oder auch die Hypothekarverschuldung in Liechtenstein und der Schweiz. Während verfügbare Daten für Liechtenstein auf leicht abnehmende Ungleichgewichte im Hypothekarmarkt hindeuten, bedeuten diese Entwicklungen ohne Frage eine verstärkte Abhängigkeit der globalen Konjunktur von den niedrigen Zinsen. Diese Abhängigkeit ist insbesondere auch bei den Aktienmärkten zu beobachten, die seit Jahresbeginn – trotz konjunktureller Eintrübung – eine starke Erholung verzeichnet haben. Für andere Finanzmarktteilnehmer, wie z.B. Pensionskassen, bedeutet dieses „low for longer“-Szenario eine weitere Verschärfung ihrer ohnehin bereits herausfordernden Situation.

Makroprudenzielle Aufsicht

Martin Gächter, martin.gaechter@fma-li.li
 Sophia Döme, sophia.doeme@fma-li.li

24. Juni 2019

Der Volkswirtschaftsmonitor Q3/2019 wird im September 2019 publiziert.