

Volkswirtschaftsmonitor Q3/2017

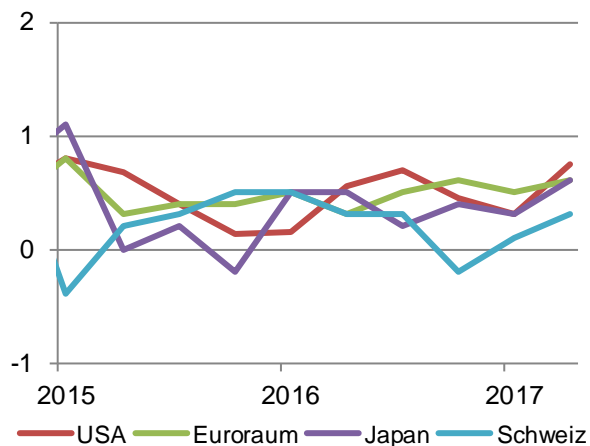
Die globale Erholung hat sich im ersten Halbjahr 2017 fortgesetzt. Insbesondere im Euroraum hat sich das konjunkturelle Umfeld deutlich aufgebellt, und der internationale Handel befindet sich wieder auf Wachstumskurs. Auch die Schweizer Volkswirtschaft verzeichnete in den ersten beiden Quartalen eine leichte Beschleunigung des BIP-Wachstums, und die Vorlaufindikatoren deuten vor dem Hintergrund des deutlich verbesserten externen Umfelds auf eine stärkere Konjunkturentwicklung hin. Während im Oktober die Entscheidung der EZB in Bezug auf den schrittweisen Ausstieg aus dem Anleihen-Ankaufprogramm erwartet wird, erschwert die nach wie vor niedrige Inflation den Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks. Auf den Finanzmärkten haben die besseren Aussichten im Euroraum die Zinsdifferenz zu den USA verringert und zu einer deutlichen Aufwertung des Euro geführt. Die SNB setzt ihre expansive Geldpolitik weiter fort, betonte jedoch, dass die jüngsten Wechselkursentwicklungen zu einem Abbau der deutlichen Überbewertung des Franken beigetragen haben. Das Hauptrisiko des aktuellen Konjunkturaufschwungs liegt – insbesondere vor dem Hintergrund historisch niedriger Risikoprämien und Volatilität – in einem abruptem Zinsanstieg und den damit verbundenen negativen Implikationen für den Finanzsektor.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Die konjunkturelle Erholung hat sich im ersten Halbjahr 2017 fortgesetzt. Im Euroraum stieg das BIP im zweiten Quartal um 0,6% gegenüber der Vorperiode und damit etwas stärker als zu Jahresbeginn. Nach zwei schwächeren Quartalen um die Jahreswende hat sich das Wachstum in den USA wieder beschleunigt, und auch Japan und die Schweiz profitierten zuletzt merklich von der globalen Konjunkturentwicklung (Abb. 1).

Abb. 1: Konjunkturerholung setzt sich im ersten Halbjahr 2017 fort

(reales BIP-Wachstum zum Vorquartal; Prozent)



Quellen: Bloomberg, nationale Quellen.

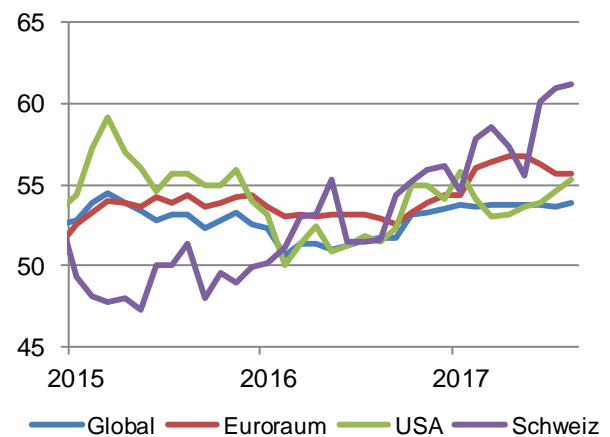
Das Wachstum im Euroraum profitiert zunehmend von der positiven Entwicklung am Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote in der Währungsunion betrug im Juli 9,1% und lag damit um fast einen Prozentpunkt niedriger als noch vor einem Jahr. Ähnlich wie in den USA, wo der Rückgang der Arbeitslosenquote die Erholung in den letzten Jahren unterstützt hat, wird das Wachstum im Euroraum nun durch höhere verfügbare Einkommen, stärkere Konsumausgaben und steigende Bruttoanlageinvestitionen gestützt.

Auch die Schweizer Volkswirtschaft bleibt auf einem moderaten Erholungskurs, das BIP-

Wachstum hat sich im zweiten Quartal leicht auf 0,3% beschleunigt. Während die SNB für dieses Jahr aufgrund der relativ schwachen BIP-Dynamik zur Jahreswende nur mit knapp 1,0% Wachstum rechnet, deuten die Vorlaufindikatoren insbesondere vor dem Hintergrund des stärkeren externen Umfelds auf eine weitere Erholung hin. Die Einkaufsmanager-Indizes (PMIs) signalisieren weiterhin stabiles bzw. leicht steigendes Wachstum im Euroraum und in den USA. In der Schweiz scheint der Schock der Aufhebung der Wechselkurs-Untergrenze mittlerweile überwunden, auch hier signalisieren die Frühindikatoren stärkeres Wachstum (Abb. 2).

Abb. 2: Vorlaufindikatoren deuten auf stärkeres Wachstum hin

(Einkaufsmanager-Indizes, Diffusionsindex)



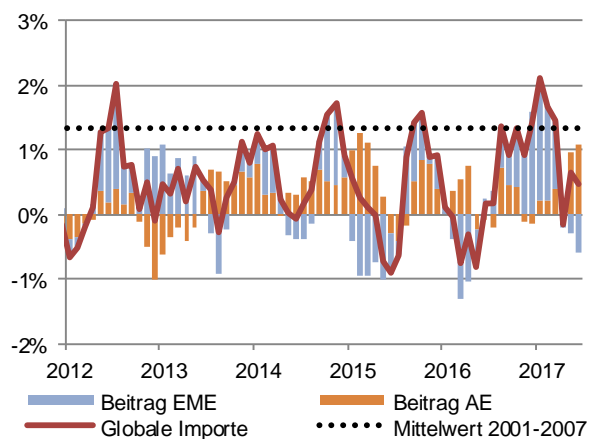
Quellen: Bloomberg, Markit.

Seit der zweiten Jahreshälfte 2016 ist die Erholung auch im globalen Handel deutlich spürbar (Abb. 3). Die Wachstumsrate der globalen Importe hat den langjährigen Durchschnitt um die Jahreswende zum ersten Mal seit Längerem wieder übertroffen. Klar erkennbar ist auch, dass es sich – im Unterschied zu früheren Perioden mit positiver konjunktureller Entwicklung – um einen synchronisierten Aufschwung sowohl in Industrie- als auch Schwellenländern handelt. Seit April hat sich die globale Handelsaktivität jedoch etwas

abgeschwächt, in den Schwellenländern wurde zuletzt wieder negatives Importwachstum verzeichnet. Da die zugrundeliegenden Daten sehr volatil sind und relativ starken Revisionen unterliegen, ist es aber zu früh, daraus eine globale konjunkturelle Abkühlung abzulesen. Gleichzeitig wird jedoch deutlich, dass die globale Erholung nach wie vor fragil ist.

Abb. 3: Globaler Güterhandel

(3m-o-3m Wachstum; Prozent/Prozentpunkte)



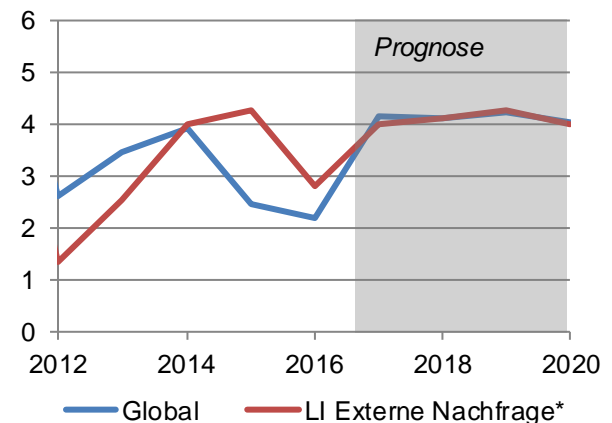
Quelle: CPB Netherlands, eigene Berechnungen. EME bezeichnet die Schwellenländer („emerging market economies“), AE die Industrieländer („advanced economies“).

Auch die Liechtensteiner Volkswirtschaft befindet sich wieder auf Wachstumskurs. Nach den erheblichen Auswirkungen der Franken-Aufwertung mit negativem (nominellem) BIP-Wachstum im Jahr 2015 (die Schätzrechnung des Amtes für Statistik geht von -1,9% aus) hat sich die Stimmung in den letzten Quartalen deutlich aufgehellt. In der Konjunkturumfrage im zweiten Quartal beurteilten 40% der befragten Unternehmen die allgemeine Lage als „gut“, nur 2% beurteilen diese als „schlecht“. Damit hat sich der Aufwärtstrend, der bereits im zweiten Halbjahr 2016 begonnen hat, zuletzt weiter fortgesetzt. Zwar lagen die Warenexporte im ersten Halbjahr unter den Werten des Vorjahres, jedoch darf auch im Aus-

senhandel vor dem Hintergrund des verbesserten internationalen Umfelds mit einer Erholung in den nächsten Monaten gerechnet werden. Insgesamt prognostiziert der IWF einen Anstieg des globalen Importwachstums von 2,2% im Jahr 2016 auf 4,1% in diesem Jahr. Die externe Nachfrage Liechtensteins, die das Importwachstum nach den jeweiligen Exportanteilen Liechtensteins gewichtet, zeigt auch einen deutlichen Anstieg, wenngleich dieser etwas weniger stark ausgeprägt ist (Abb. 4). Dabei ist auch interessant, dass die Importe von Liechtensteins wichtigsten Handelspartnern in den letzten beiden Jahren deutlich stärker gewachsen sind als im globalen Durchschnitt, was die Folgen des „Franken-Schocks“ deutlich abgeschwächt haben dürfte.

Abb. 4: Externe Nachfrage erholt sich

(jährliches reales Importwachstum; Prozent)



Quellen: IMF WEO, eigene Berechnungen. *Die externe Nachfrage Liechtensteins gewichtet das jährliche Importwachstum in den 20 wichtigsten Handelspartnern Liechtensteins (ohne die Schweiz) nach den jeweiligen Exportanteilen.

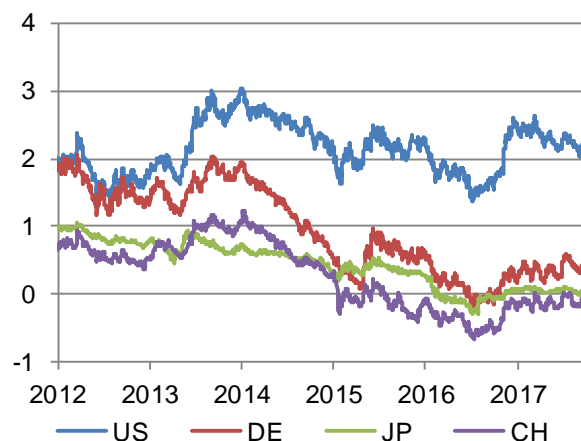
2. Inflation, Finanzmärkte und Zinsen

Trotz der deutlichen Konjunkturerholung blieb der Inflationsdruck in den letzten Monaten relativ gering. In den USA betrug die Inflation im August 1,9%, die Kerninflation ohne volatile Komponen-

ten wie Energie und Lebensmittel belief sich auf 1,7%. Auch im Euroraum (1,5%) und in der Schweiz (0,5%) blieb die jährliche Inflationsrate zuletzt auf niedrigem Niveau. Der schleppende Anstieg der Inflation ist insbesondere deshalb verwunderlich, weil sich die Arbeitslosenquote in den USA bereits seit einigen Monaten unter dem von der Federal Reserve geschätzten natürlichen Niveau befindet (in der Prognose im Juni ging die Fed von 4,6% aus). Trotzdem hat sich das Lohnwachstum bisher jedoch kaum beschleunigt. Eine mögliche Erklärung sind übrige Kapazitäten im Arbeitsmarkt, die nicht in der Arbeitslosenquote aufscheinen, da bei einer Konjunkturerholung typischerweise auch die Erwerbsquote wieder ansteigt. Jedoch deutet auch vieles auf eine Abflachung der Phillipskurve in den letzten Jahren hin, d.h. dass sich der Zusammenhang zwischen der Arbeitslosenquote und der (Veränderung der) Inflationsrate deutlich abgeschwächt hat.

Abb. 5: Langfristige Zinsen zeigen erste Zeichen transatlantischer Divergenz

(Zinsen auf 10-jährige Staatsanleihe; Prozent)



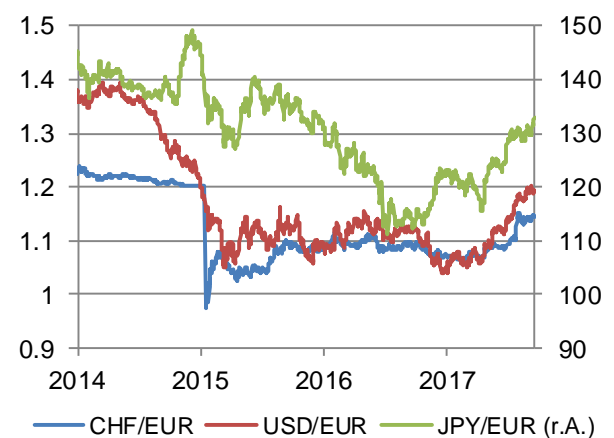
Quelle: Bloomberg.

Die Entwicklung der Zinsen reflektiert die veränderten Erwartungen bzgl. zukünftiger Inflation und Wachstum. Nach der US-Präsidentenwahl sind die Zinsen in den USA sprunghaft angestiegen, da Trump im Wahlkampf ein umfangreiches

expansives Fiskalpaket in Aussicht gestellt hatte, was stärkeres Wachstum und damit höhere Inflation und Zinsen impliziert hätte. Auch die Zinsen in Europa und Japan haben damals mit Anstiegen auf die veränderten globalen Umstände reagiert (Abb. 5). Während die versprochenen Steuererleichterungen und Investitionen in den USA jedoch weitgehend ausgeblieben sind, was auf die Zinserwartungen gedrückt hat, hat sich die Konjunktur insbesondere in Europa in den letzten Monaten deutlich erholt. Die langfristigen Zinsen sind in der Schweiz seit der US-Präsidentenwahl weitgehend stabil geblieben, im Euroraum vor dem Hintergrund der stärker als erwarteten Erholung sogar weiter angestiegen.

Abb. 6: Euro wertet deutlich auf

(Fremdwährung pro Euro)



Quelle: Bloomberg.

Während in den USA die Wahrscheinlichkeit für eine weitere Zinserhöhung der Fed im laufenden Jahr zuletzt gesunken ist, wird von den Märkten erwartet, dass die EZB im Oktober einen Fahrplan zum Ausstieg aus dem Anleihen-Ankaufsprogramm bekannt gibt. Obwohl die erste Zinserhöhung damit noch immer in weiter Ferne liegt, zeichnet sich in Europa damit ein beginnender Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik ab. Während sich die Zinsstrukturkurve in den USA

seit Jahresbeginn also nach unten verschoben hat, hat sich diese im Euroraum in die entgegengesetzte Richtung entwickelt – mit entsprechenden Implikationen für den EUR/USD-Wechselkurs. Der Euro hat zuletzt – aufgrund der verbesserten Wachstumsaussichten, die höhere Inflationsraten und damit höhere Zinsen implizieren – gegenüber dem USD, dem JPY und auch dem CHF deutlich aufgewertet (Abb. 6). Gleichzeitig gefährdet die Aufwertung des Euro jedoch den schnellen Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik, da die Aufwertung das Wachstum hemmt und auf die Inflationsrate drückt. Währenddessen betonte die SNB in ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung letzte Woche, dass die Geldpolitik unverändert expansiv bleibe, obwohl die jüngsten Wechselkursentwicklungen zuletzt zu einem „gewissen Abbau der deutlichen Überbewertung“ des Franken beigetragen hätten.

Die Aktienmärkte entwickeln sich vor dem Hintergrund der konjunkturellen Aufhellung und den nach wie vor günstigen Finanzierungsbedingungen weiterhin günstig. In den USA verzeichnete der S&P 500 Index zuletzt einen Allzeit-Rekord, nicht zuletzt auch deshalb, weil die Gewinne amerikanischer Unternehmen im Ausland durch die USD-Abwertung höher bewertet werden. An Europas Börsen kam es dementsprechend zu einem gegenteiligen Effekt und leichten Verlusten in den letzten Wochen, jedoch bleiben die Märkte auch hier seit Jahresbeginn deutlich in der Gewinnzone.

3. Risiken

Trotz der positiven Konjunktorentwicklung bleibt die Erholung fragil und ist erheblichen Risiken ausgesetzt. Die lange Niedrigzinsphase hat die Bewertungen an Aktien- und Anleihenmärkten in die Höhe getrieben, auch Immobilien haben aufgrund der günstigen Finanzierungsbedingungen in den letzten Jahren deutlich an Wert gewonnen.

Gleichzeitig haben die niedrigen Zinsen auch dazu geführt, dass die Verschuldung in vielen Ländern – sowohl im privaten wie auch im öffentlichen Bereich – weiter angestiegen ist. Dies macht die aktuelle Erholung sehr anfällig gegenüber einem abrupten Zinsanstieg, der sich aus veränderten Markterwartungen ergeben könnte. Zudem befinden sich die implizite Volatilität und die Risikoprämien derzeit auf historisch niedrigen Werten und haben sich weitgehend von der nach wie vor hohen politischen Unsicherheit entkoppelt. Überraschungen in Bezug auf geopolitische Spannungen, die zukünftige Geldpolitik der grossen Zentralbanken oder schwächere Konjunkturdaten könnten die Volatilität rasch wieder erhöhen und damit zu verschärften Finanzierungsbedingungen führen. Ein solches Szenario könnte vor dem Hintergrund der hohen Verschuldung und dem weiterhin hohen Anteil an notleidenden Krediten in einigen Ländern Fragen der Schuldennachhaltigkeit aufwerfen und so die Nervosität an den Finanzmärkten weiter erhöhen.

Während kurz- bis mittelfristig das Hauptrisiko also vor allem in einem abrupten Zinsanstieg liegt, könnte die Herausforderung niedriger Zinsen für den Finanzsektor längerfristig bestehen bleiben. Der natürliche Realzinssatz, also jener Zinssatz, der bei Vollbeschäftigung das Angebot an Ersparnissen und die Nachfrage nach Investitionen ausgleicht, ist in den letzten Jahrzehnten aufgrund verschiedenster struktureller Faktoren nämlich deutlich zurückgegangen (siehe auch [Blickpunkt Volkswirtschaft 01/2017](#)).

Dr. Martin Gächter
Leiter Makroprudenzielle Aufsicht
martin.gaechter@fma-li.li
18. September 2017

Der Volkswirtschaftsmonitor Q4/2017 wird voraussichtlich am 18. Dezember 2017 publiziert.