

Volkswirtschaftsmonitor Q3/2018

Globale Konjunkturaussichten schwächen sich leicht ab, Risiken an den Finanzmärkten nehmen zu

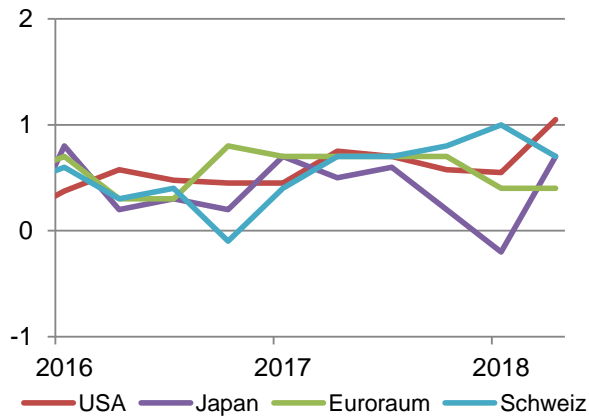
Während in den USA vor dem Hintergrund der fiskalpolitischen Expansion zuletzt besonders starke BIP-Wachstumsraten verzeichnet wurden, deuten die Daten auf eine beginnende Konjunkturabkühlung auf globaler Ebene hin. Obwohl der globale Güterhandel im zweiten Quartal leicht schrumpfte, signalisieren die Frühindikatoren immer noch deutlich positives BIP-Wachstum für die kommenden Monate. Vor diesem Hintergrund hat die EZB das Ende des Ankaufsprogramms mit Jahresende bestätigt und damit den Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik eingeleitet, obwohl die erste Zinserhöhung noch einige Zeit auf sich warten lassen dürfte. In den USA wird in diesem Jahr hingegen mit zwei weiteren Zinserhöhungen gerechnet, da der Inflationsdruck aufgrund des gespannten Arbeitsmarktes langsam zunimmt. Währenddessen hat sich die politische Unsicherheit insbesondere aufgrund der zunehmenden Handelskonflikte seit Jahresbeginn wieder deutlich erhöht. Die Volatilität an den Finanzmärkten blieb trotzdem auf vergleichsweise niedrigem Niveau, wenngleich die zunehmenden Spannungen in den Schwellenländern eine Trendumkehr ankündigen könnten. Ein starker Zinsanstieg – z.B. aufgrund von höherer Inflation oder steigenden Risikoprämien – könnte aufgrund der hohen Verschuldungsquoten im privaten und öffentlichen Bereich erhebliche Auswirkungen haben und auch Banken könnten in einem solchen Szenario von teureren Finanzierungsbedingungen betroffen sein. Zudem schränkt der mangelnde geldpolitische Spielraum die Einflussmöglichkeiten der Zentralbanken im Falle einer Rezession deutlich ein.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Nach der synchronisierten Erholung im vergangenen Jahr hat sich die globale Konjunktur im ersten Halbjahr 2018 etwas abgekühlt, insbesondere im Euroraum. Das Quartalswachstum im Euroraum ging von 0,7% (q-o-q) in den letzten Quartalen 2017 auf 0,4% in den ersten beiden Quartalen 2018 zurück (Abb. 1). Das BIP-Wachstum in den USA verzeichnete hingegen einen starken Anstieg im zweiten Quartal (auf 1,0%) und auch Japan hat sich vom negativen Wachstum im ersten Quartal wieder erholt. Insgesamt hat sich das globale Wachstum damit auf einem etwas niedrigeren Niveau stabilisiert, wenngleich die konjunkturelle Abkühlung in den USA – auch aufgrund der expansiven Fiskalpolitik – und in der Schweiz anhand der BIP-Wachstumszahlen bisher noch kaum sichtbar ist.

Abb. 1: BIP-Wachstum

(Wachstum zum Vorquartal in Prozent)

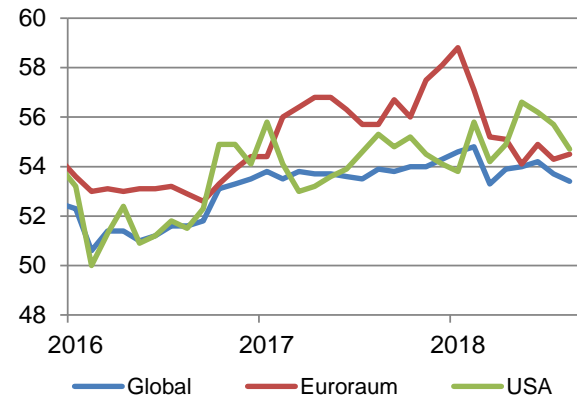


Quelle: Bloomberg, nationale Quellen.

Frühindikatoren bestätigen einen Wachstumsrückgang, wenngleich weiterhin mit moderatem Wachstum zu rechnen ist. Die Einkaufsmanagerindizes (PMIs) der wichtigsten Volkswirtschaften zeigen in den letzten Monaten eine fallende Tendenz (Abb. 2), bleiben jedoch weiterhin deutlich über der 50-Punkte Marke und signalisieren damit nach wie vor positives Wachstum.

Abb. 2: Frühindikatoren signalisieren Konjunkturabkühlung

(Einkaufsmanagerindex; Diffusionsindex)

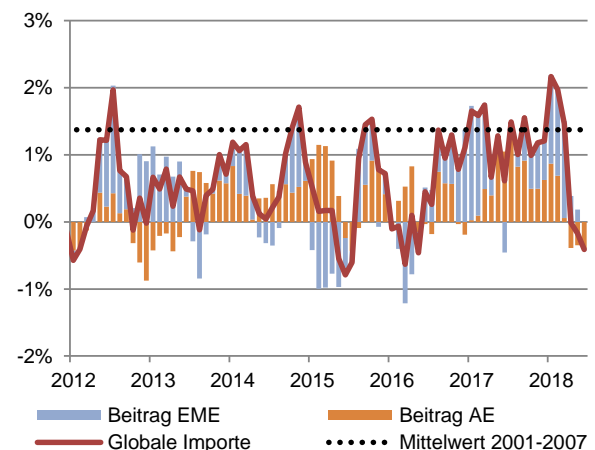


Quelle: Bloomberg

Die globale Handelstätigkeit hat sich zuletzt abgeschwächt. Der Rückgang des globalen Güterhandels im zweiten Quartal (-0,4% q-o-q) – das erste negative Wachstum seit rund zwei Jahren – war vor allem von den entwickelten Volkswirtschaften getrieben, aber auch in den Schwellenländern stagnierte die Handelstätigkeit. Obwohl der globale Güterhandel sehr volatil ist (Abb. 3) und daher vorsichtig interpretiert werden sollte, ist der Rückgang ein weiteres Zeichen einer zunehmend schwächeren Weltwirtschaft.

Abb. 3: Globaler Güterhandel

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

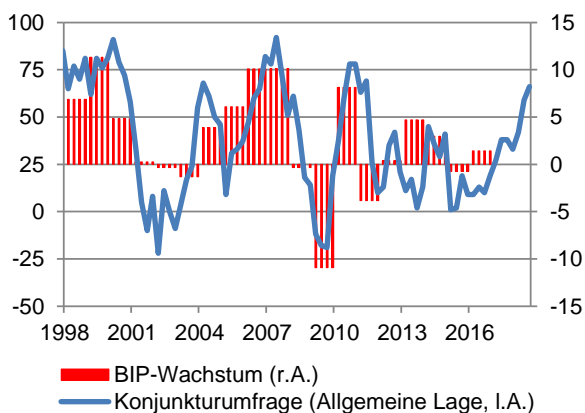


Quelle: CPB Netherlands.

Vorlaufindikatoren signalisieren auch für die Schweiz ein nahendes Ende des konjunkturellen Hochs, während die Boomphase in Liechtenstein laut Konjunkturumfrage anhält. Trotz des nach wie vor starken BIP-Wachstums (+0,7%) im zweiten Quartal trüben sich die Konjunkturaussichten auch in der Schweiz zunehmend ein. Der KOF-Konjunkturbarometer fiel im August um 1,4 Punkte auf 100,3 und lag damit nur mehr geringfügig über dem langfristigen Durchschnitt. In Liechtenstein zeigen die Stimmungsindikatoren hingegen noch kein Ende des positiven Trends. Für das dritte Quartal gehen 67% der Unternehmen von einer „guten“ Lage aus, weitere 32% rechnen mit einer „befriedigenden“ Lage. Die Kennzahl „Allgemeine Lage“ erreichte damit die besten Werte seit 2011 (Abb. 4).

Abb. 4: Konjunkturelle Lage in Liechtenstein

(nominelles BIP-Wachstum in Prozent; Index)



Quelle: Amt für Statistik

2. Inflation & Finanzmärkte

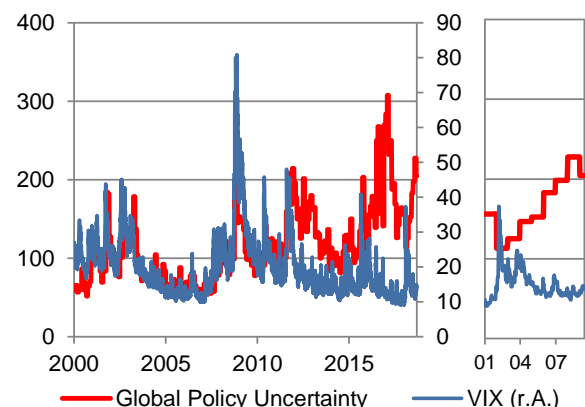
Durch die Erholung am Arbeitsmarkt nimmt der Inflationsdruck langsam zu. Die Arbeitslosenquote in den USA sank zuletzt auf 3,9% und damit unter die natürliche Arbeitslosenquote, welche die Fed derzeit bei etwa 4,5% annimmt. Auch im Euroraum setzt sich die Erholung am Arbeitsmarkt fort, die Arbeitslosenquote sank im August auf 8,2%. Während trotz dieser Erholung der Preisdruck bisher weitgehend ausgeblieben ist, könnte sich dies nun ändern. In den USA hat das Lohnwachstum zuletzt deutlich zugenommen

und auch die Erholung der Energiepreise hat die Inflation in den letzten Monaten angetrieben. Dem Inflationsanstieg liegt aber auch eine deutliche Zunahme der Kerninflation zugrunde, die – insbesondere in den USA – auf die sinkende Arbeitslosenquote zurückzuführen ist.

Die EZB leitete wie erwartet das Ende des Anleihen-Ankaufsprogrammes ein, während in den USA bereits im September die nächste Zinserhöhung erwartet wird. Das Anleihenankaufsprogramm der EZB wird ab Oktober von 30 Mrd. auf 15 Mrd. Euro pro Monat reduziert und soll per Ende des Jahres auslaufen. Im Euroraum wird damit erst im Herbst 2019 mit einer ersten Zinserhöhung gerechnet. In den USA erwarten die Märkte hingegen eine weitere Zinserhöhung um 25 Basispunkte auf ein Zielband von 2-2,25% im September und eine weitere Erhöhung im Dezember ist bereits weitgehend eingepreist. Die SNB liess die Zinsen zuletzt unverändert, ein Zinsschritt wird erst erwartet, wenn die EZB die Zinswende eingeleitet hat.

Abb. 5: Politische Unsicherheit steigt wieder

(Prozent)



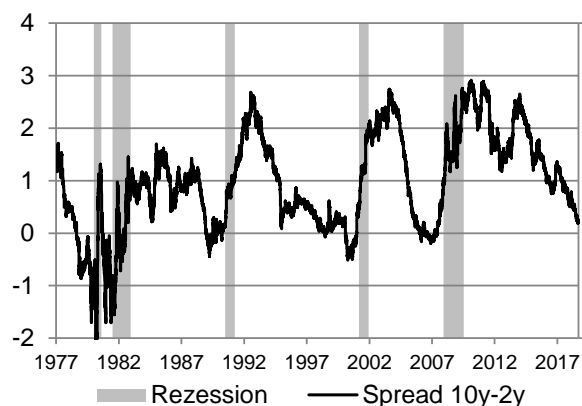
Quelle: Bloomberg.

Die politische Unsicherheit hat sich seit Jahresanfang deutlich erhöht (Abb. 5). Insbesondere die Unsicherheit in Bezug auf die Handelspolitik ist zuletzt vor dem Hintergrund der verstärkten Handelskonflikte besonders stark angestiegen und hat historisch hohe Werte erreicht. Die höhere Unsicherheit hat sich jedoch – bis auf

die Kurskorrektur im Februar – noch kaum auf die Volatilität an den Finanzmärkten ausgewirkt. Seit Februar ist aber auch die Entwicklung an den globalen Aktienmärkten – mit der Ausnahme der USA – relativ verhalten, sie befinden sich mehr oder weniger in einer Seitwärtsbewegung.

Abb. 6: US-Zinskurve flacht sich weiter ab

(Prozent)



Quelle: Bloomberg.

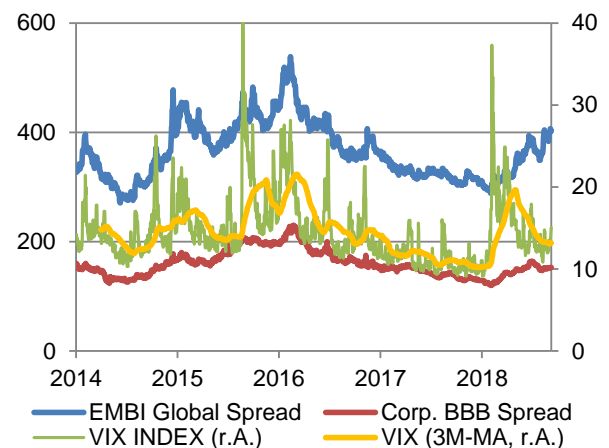
Die Abflachung der US-Zinskurve könnte eine bevorstehende Konjunkturabkühlung in den USA ankündigen. Seit der ersten Zinserhöhung Ende 2015 sind die kurzfristigen Zinsen in den USA stark angestiegen, wodurch sich die Zinskurve abgeflacht hat. Der Spread zwischen 10- und 2-jährigen Treasuries hat sich zuletzt auf den niedrigsten Stand seit 2007 verringert (Abb. 6). Eine Umkehr der Zinskurve – insbesondere, wenn der Spread negativ wird – gilt als Vorbote einer Rezession, da die Märkte bereits Zinssenkungen der Fed einpreisen und damit eine Abkühlung der Konjunktur erwarten. Mit den erwarteten zwei zusätzlichen Zinserhöhungen in diesem Jahr könnte der Spread ins Negative rutschen. Eine solche Umkehr der Zinskurve kündigte in den letzten vier Jahrzehnten stets eine darauf folgende Rezession innerhalb der nächsten 1-2 Jahre an (Abb. 6).

Die Risiken an den Finanzmärkten haben in den letzten Monaten zugenommen. Das Jahr 2017 war von einer Phase historisch niedriger Volatilität und Risikoprämien gekennzeichnet. Die

Risikoprämien bleiben trotz des leichten Anstiegs seit Jahresbeginn (Abb. 7) nach wie vor auf einem relativ niedrigen Niveau. So weisen z.B. Länder mit unterschiedlichen Ratings häufig sehr ähnliche Risikoprämien auf, was sowohl auf den hohen Risikoappetit als auch auf die hohe Liquidität an den Märkten zurückzuführen sein dürfte. Gleichzeitig implizieren die niedrigen Risikoprämien ein erhebliches Aufwärtspotenzial, wenn das Risiko an den Finanzmärkten steigt. Erste Anzeichen dafür sind bereits zu beobachten, sowohl die Spreads niedrig bewerteter Unternehmensanleihen in den USA als auch der Schwellenländer haben sich seit Jahresbeginn merklich erhöht. Zudem könnte die Volatilität an den Aktienmärkten mit der Straffung der Geldpolitik in den nächsten Monaten zunehmen, was weiteren Aufwärtsdruck auf die Risikoprämien zur Folge haben könnte.

Abb. 7: Risikoprämien ziehen leicht an

(Basispunkte; Index)



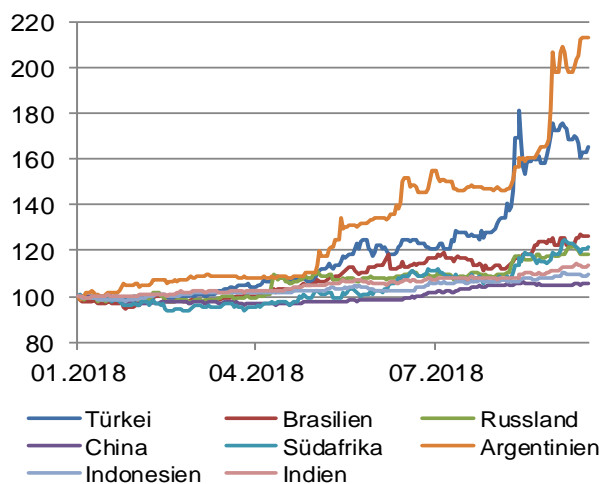
Quelle: Bloomberg.

Mit der zunehmend kontraktiven Geldpolitik in den USA steigt insbesondere der Druck auf hoch verschuldete Schwellenländer (EMEs). Mit den Zinserhöhungen in den USA hat der US-Dollar seit Jahresbeginn real-effektiv merklich aufgewertet. Die Kapitalflüsse in die EMEs haben sich teilweise umgekehrt und Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten, die auf ständige Kapitalzuflüsse angewiesen sind, kommen daher zunehmend unter Druck. Während die Fundamen-

taldaten der EMEs insgesamt stabiler sind als vor der globalen Finanzkrise, weisen Länder wie Argentinien und die Türkei besonders hohe Auslandsschulden auf, die zudem zu einem grossen Teil in Fremdwährung abgeschlossen sind. Aufgrund der steigenden Inflationsraten sowie politischer Entwicklungen haben viele internationale Investoren das Vertrauen in diese Märkte verloren. Die dadurch ausgelöste Abwertung der Lokalwährung führt zu noch höherer Inflation und kann damit eine Abwärtsspirale in Gang bringen.

Abb. 8: Währungen der Schwellenländer

(Index, 01.01.2018 = 100)



Quelle: Bloomberg.

Die Krisen in Argentinien und der Türkei haben sich bisher kaum auf andere EMEs ausgeweitet. Inwieweit die Weltwirtschaft von diesen Entwicklungen beeinträchtigt werden kann, hängt in erster Linie davon ab, ob neben den zwei genannten Ländern auch andere EMEs von diesen Turbulenzen erfasst werden. Trotz der Abwertung der meisten EME-Währungen seit Jahresanfang halten sich die Ansteckungseffekte bisher noch in Grenzen (Abb. 8). Zudem haben die beiden Zentralbanken – im Falle der Türkei mit Verzögerung – reagiert und die Zinsen markant angehoben.

3. Risiken

Die Abwärtsrisiken für die globale Konjunktur und die Finanzmärkte haben sich durch zunehmenden

den Protektionismus, Spannungen in den Schwellenländern und steigende politische Unsicherheit in den letzten Monaten merklich erhöht. Gleichzeitig ist der Risikoappetit an den Finanzmärkten immer noch hoch, die Aktienmärkte in den USA bleiben historisch hoch bewertet, obwohl die Abflachung der US-Zinskurve bereits eine Konjunkturabkühlung zu signalisieren scheint. Der Arbeitsmarkt in den USA nähert sich seiner Kapazitätsgrenze, und höhere Inflationsraten könnten zu stärker steigenden Zinsen führen und damit die Volatilität an den Finanzmärkten und die Spannungen in den Schwellenländern weiter erhöhen.

Ein abrupter Zinsanstieg – ausgelöst durch eine höhere Inflation oder steigende Risikoprämien – könnte weitreichende Folgen haben. Die Verschuldungsquoten haben sich im Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre in vielen Fällen merklich erhöht, zudem ist die Frage der Nachhaltigkeit der öffentlichen Schulden mit den politischen Entwicklungen in Italien erneut in den Fokus gerückt. Ein Anstieg der Risikoprämien könnte nicht nur für hoch verschuldete Haushalte, Unternehmen und Staaten starke Auswirkungen haben, auch die Refinanzierungsbedingungen von Banken könnten sich merklich verschlechtern.

Das vielleicht grösste Risiko geht derzeit jedoch von den stärker werdenden Handelskonflikten aus. Ein Rückgang des globalen Handels hätte mit hoher Wahrscheinlichkeit eine globale Rezession zur Folge, und Liechtenstein wäre davon als kleine und offene Volkswirtschaft in besonderem Masse betroffen. Zudem ist der geldpolitische Spielraum in den meisten Ländern massiv eingeschränkt, wodurch ein globaler Konjunkturabschwung kaum abgefedert werden könnte.

Dr. Martin Gächter
 Leiter Makroprudenzielle Aufsicht
martin.gaechter@fma-li.li
 17. September 2018

Der Volkswirtschaftsmonitor Q4/2018 wird voraussichtlich Mitte Dezember 2018 publiziert.