

Volkswirtschaftsmonitor Q3/2019

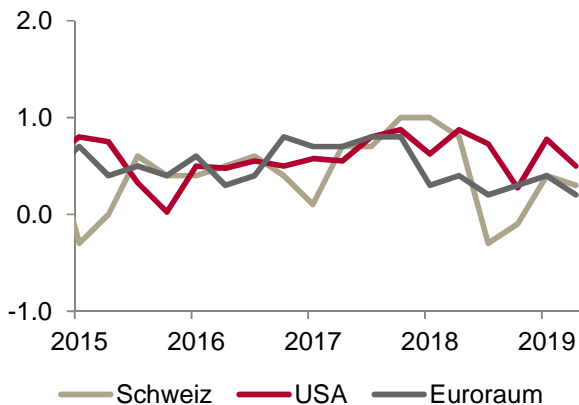
Globale Konjunktur schwächelt, Zinserwartungen sinken – Herausforderungen für Finanzmarktakteure werden weiter steigen

Nach den temporär etwas besseren Wachstumsraten im ersten Quartal hat sich der globale Konjunkturabschwung im zweiten Quartal fortgesetzt. In Deutschland wird eine technische Rezession erwartet, und auch in den USA zeigt die Zinskurve erhöhte Rezessionsrisiken. Der globale Güterhandel verzeichnete das dritte Quartal in Folge eine negative Wachstumsrate und schwächelt damit so stark wie seit zehn Jahren nicht mehr. In Liechtenstein zeigt der neue Konjunkturindikator „KonSens“ – der zum ersten Mal durch das Liechtenstein-Institut publiziert wurde – eine neutrale Kapazitätsauslastung und eine leichte Stabilisierung gegenüber den Vorquartalen. Trotzdem haben sich auch hierzulande die konjunkturellen Aussichten seit 2018 deutlich eingetrübt, z.B. verzeichneten auch die Direktexporte zuletzt negative Wachstumsraten. An den internationalen Finanzmärkten führten die schlechteren Konjunkturaussichten zu niedrigeren Zinserwartungen und einer Ausweitung der negativen Renditen auf Staatsanleihen. Die EZB und die Fed haben mit expansiven geldpolitischen Massnahmen reagiert, während die SNB ihre geldpolitische Ausrichtung zuletzt unverändert liess. Wie bereits seit einiger Zeit gewarnt wurde, könnte sich nun das Risiko des mangelnden geldpolitischen Spielraums im aktuellen Abschwung zunehmend materialisieren. Die Abwärtsverschiebung der Zinsstrukturkurven in den letzten Monaten – von einem bereits sehr tiefen Niveau – impliziert nicht nur das Risiko einer weiteren Zunahme der Ungleichgewichte an den Finanzmärkten, sondern auch noch grössere Herausforderungen für die verschiedenen Finanzmarktakteure.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Der Rückgang des BIP-Wachstums hat sich im zweiten Quartal 2019 fortgesetzt. Nach einem temporären Anstieg des BIP-Wachstums im ersten Quartal hat sich der konjunkturelle Abschwung im zweiten Quartal 2019 fortgesetzt. Im Euroraum stieg das BIP um 0,2% gegenüber dem Vorquartal, in den USA um 0,5%. Auch in der Schweiz erhöhte sich das BIP um 0,3% gegenüber dem Vorquartal, allerdings wurden die letzten Quartale nach unten revidiert. Gemäss den revidierten Daten hat die Schweiz im zweiten Halbjahr 2018 sogar eine technische Rezession durchschritten (Abb. 1). Ähnliches gilt für die aktuelle Lage in Deutschland, wo im zweiten Quartal knapp negatives Wachstum verzeichnet wurde, und auch das für das dritte Quartal werden negative Zahlen erwartet. Insgesamt hat sich die globale konjunkturelle Lage seit Anfang 2018 merklich abgeschwächt.

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



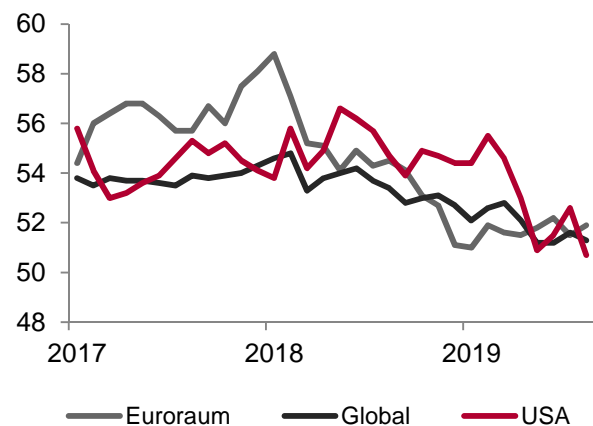
Quelle: Bloomberg, nationale Quellen.

Früh- und Vorlaufindikatoren deuten eine noch drastischere konjunkturelle Abkühlung an. Die Einkaufsmanagerindizes (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 deutlich unter diese wichtige Marke gefallen, und

auch das KOF-Konjunkturbarometer verharrte im August unter dem langfristigen Durchschnitt, wenngleich sich der Index seit Mai wieder etwas stabilisieren konnte. Ähnlich präsentiert sich die Lage in Deutschland, wo der ifo-Geschäftsklimaindex im Juli erneut gesunken ist.

Abb. 2: Frühindikatoren signalisieren weitere Konjunkturabkühlung

(Einkaufsmanagerindex; Diffusionsindex)

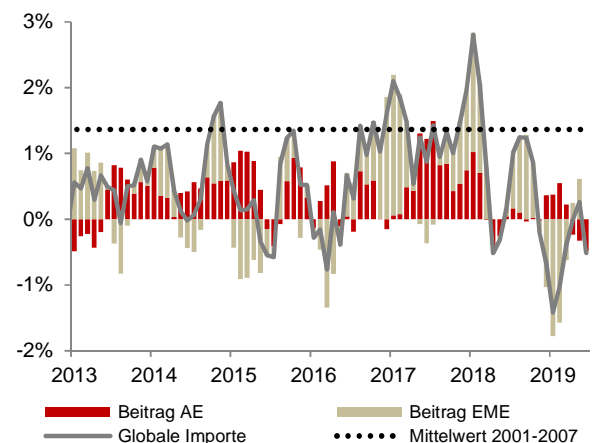


Quelle: Bloomberg, Markit.

Das globale Handelswachstum bleibt weiterhin schwach und verzeichnete zuletzt wieder negative Wachstumsraten (Abb. 3), was sowohl von den entwickelten Volkswirtschaften als auch von den Schwellenländern getrieben war.

Abb. 3: Globaler Handel schwächelt

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

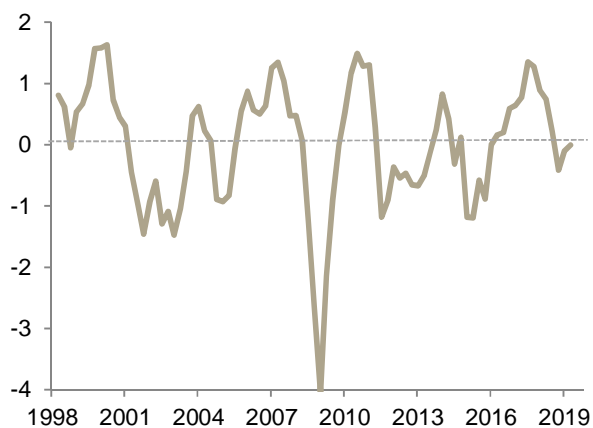


Quelle: CPB Netherlands.

Im zweiten Quartal schrumpfte der globale Güterhandel um -0,5% gegenüber dem Vorquartal, nachdem das Wachstum auch im ersten Quartal mit -0,4% bereits negativ ausgefallen war. Die Abschwächung des globalen Handels dürfte sowohl auf die politischen Konflikte als auch auf die Konjunkturabkühlung zurückzuführen sein.

Abb. 4: Konjunkturindikator KonSens

(Index)



Quelle: Liechtenstein-Institut.

Der neue Konjunkturindikator KonSens zeigt für Liechtenstein im zweiten Quartal eine durchschnittliche konjunkturelle Lage an. Der Konjunkturindex „KonSens“, der kürzlich zum ersten Mal durch das Liechtenstein-Institut publiziert wurde¹, ist ein konjunktureller Sammelindikator, der vierteljährlich 16 liechtensteinische Einzelindikatoren in sich vereint und diese mit statistischen Methoden zu einem gleichlaufenden Signal zusammenfasst. Er generiert für jedes Quartal einen Datenpunkt in Form eines von saisonalen Einflüssen und langfristigem Wachstumstrend bereinigten Indexwertes, der als normierte Kapazitätsauslastung (Boom/Rezession etc.) der Gesamtwirtschaft interpretiert werden kann. Zukünftig wird Mitte jedes Quartals der KonSens-Wert für das Vorquartal veröffentlicht. Auch in Liechtenstein zeigt sich die international sichtbare Konjunkturabkühlung seit 2018, wenngleich sich die Indikatoren zuletzt stabilisiert haben und eine durchschnittliche Kapazitätsauslastung anzeigen

¹ Siehe www.liechtenstein-institut.li/konsens.

(Abb. 4). Nach dem Abschwung im zweiten Halbjahr 2018 scheint sich der Konjunkturzyklus in diesem Jahr – entgegen dem internationalen Trend – wieder leicht erholt zu haben. Das schwierige internationale Umfeld macht sich jedoch auch im liechtensteinischen Aussenhandel deutlich bemerkbar. Die Direktexporte sind in den beiden ersten Quartalen des Jahres um -4,0% bzw. -2,2% gegenüber dem jeweiligen Vorjahresquartal zurückgegangen.

Gemäss Steuerstatistik hat sich die Haushaltsverschuldung in Liechtenstein im Jahr 2017 erneut deutlich erhöht. Während die kürzlich publizierte Steuerstatistik für das Jahr 2018 einen erfreulichen Anstieg der Steuereinnahmen um 5,7% auf CHF 924 Mio. ausweist, fällt insbesondere auch die erneute starke Zunahme der Haushaltsverschuldung (bzw. Verschuldung natürlicher Personen) von CHF 8,11 auf 8,75 Mrd. im Jahr 2017 auf. Damit beträgt die Haushaltsverschuldung in Liechtenstein gemäss diesen Zahlen – die jedoch nicht direkt international vergleichbar sind² – vergleichsweise hohe 137% der Wirtschaftsleistung. Trotz des Rückgangs des Hypothekarkreditwachstums in den letzten Jahren wird die FMA – vor dem Hintergrund dieser Zahlen – der hohen Haushaltsverschuldung in Zukunft vermehrte Beachtung schenken.

2. Inflation & Finanzmärkte

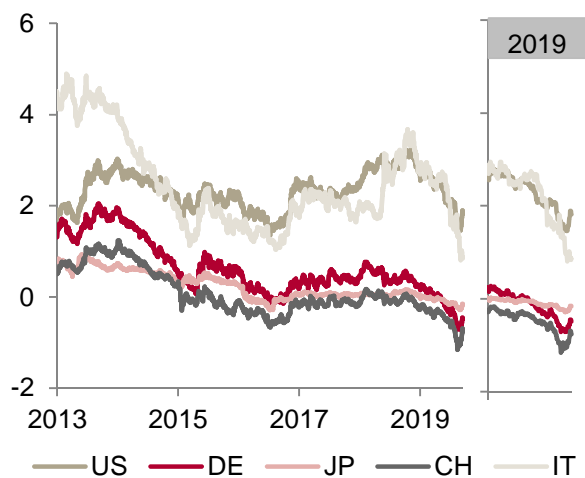
Sinkende Wachstumsaussichten haben über die letzten Monate zu signifikanten Zinsrückgängen – und damit Kursgewinnen – bei längerfristigen Anleihen geführt. Die 10-jährigen US-Staatsanleihen rentierten zuletzt nur noch mit 1,8%, nachdem im vergangenen November noch Renditen von 3,2% verzeichnet wurden. Deutsche 10-jährige Bundesanleihen rentieren zuletzt mit -0,5% deutlich negativ, und auch in der Schweiz haben sich die negativen Renditen in den letzten Monaten wieder ausgeweitet (Abb. 5). Das globale Volumen negativ verzinsten Anleihen erreichte Anfang September einen neuen Rekordwert. Zwar ist das Volumen in den letzten

² Siehe dazu die Ausführungen im Financial Stability Report 2018.

drei Wochen wieder von etwas mehr als USD 16 Bio. auf unter 14 Bio. gesunken, jedoch sind die Werte immer noch deutlich höher als in der Deflationsphase vor drei Jahren.

Abb. 5: 10-jährige Staatsanleihen

(Prozent)



Quelle: Bloomberg.

Die US-Zinsstrukturkurve impliziert hohe Rezessionsrisiken, obwohl sich die Inversion der Zinsstrukturkurve in den letzten Tagen etwas abgeschwächt hat. Der Spread zwischen 10- und 2-jährigen US-Staatsanleihen lag Anfang September zwischenzeitlich knapp im negativen Bereich, notierte aber zuletzt wieder leicht positiv. Die Differenz zwischen 10-jährigen und 3-monatigen Papieren ist jedoch nach wie vor negativ. Obwohl sich damit das Signal für eine mögliche bevorstehende Rezession etwas abgeschwächt hat, bleiben die Wachstumsaussichten gedrückt. Dies ist einerseits anhand der historisch niedrigen langfristigen Zinsen zu sehen, andererseits impliziert die extrem flache und teilweise sogar invertierte Zinsstrukturkurve auch in der kurzen Frist sehr schwaches Wachstum.

Das Korrelationsmuster zwischen Aktien- und Anleihenmärkten hat sich seit Jahresbeginn merklich verändert. Nach der Korrektur am Ende des Jahres und der nachfolgenden Erholung zeigten sich die Aktienmärkte in den letzten Wochen vor dem Hintergrund des US-chinesischen Handelsstreits merklich verunsichert, verzeichne-

ten aber trotz der Konjunkturabschwächung keine Kurskorrektur. 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 seit Jahresbeginn umgekehrt. Die Kursgewinne waren von einem markanten Rückgang der langfristigen Zinsen begleitet (Abb. 6). Die Kurserholung seit Jahresbeginn – und damit die hohen Bewertungen an den Aktienmärkten – basieren damit vor allem auf den gesunkenen Zinserwartungen (d.h. einem erwarteten geldpolitischen „Schock“). Die Anleger erwarten also, dass die geldpolitische Lockerung ausreicht, um die konjunkturelle Schwäche entsprechend abzufangen.

Abb. 6: Korrelation von Aktien- und Anleihenmärkten seit Jahresanfang umgekehrt

(Index 01.01.2017 = 100)



Quelle: Bloomberg.

Während die Fed und die EZB neue expansive geldpolitische Massnahmen ankündigten, setzte die SNB ihren geldpolitischen Kurs unverändert fort. Die EZB senkte im September wie erwartet ihren Zinssatz für die Einlagefazilität von -0,4% auf -0,5% und kündigte ab November ein neues Anleihen-Ankaufprogramm im Wert von EUR 20 Mrd. pro Monat an. Während das Ankaufprogramm ein klares expansives Signal darstellt, wird die Zinssenkung für die Banken insofern abgefedert, als dass der ausgenommene Teil der Einlagen (bisher nur die Mindestreserven) zukünftig versechsfacht wird. Damit hat die

EZB nicht nur ein neues geldpolitisches Instrument ins Spiel gebracht, sondern hat den effektiven Negativzins für die Banken im Euroraum auch reduziert (d.h. der effektive Zinssatz ist nun weniger negativ). Die US-Notenbank senkte im September ihren Leitzins zum zweiten Mal in diesem Jahr um einen Viertelprozentpunkt auf eine Spanne von 1,75-2,0%. Interessant war, dass es sowohl Stimmen für eine stärker Zinssenkung als auch für eine Beibehaltung der höheren Zinsen im Offenmarktausschuss (FOMC) gab. Zudem geht der FOMC derzeit – durchaus überraschend – von unveränderten Zinsen bis Ende 2020 aus. Die SNB setzte ihren expansiven geldpolitischen Kurs unverändert fort, entschied sich aber im Gegensatz zur EZB und zur Fed nicht für eine weitere Zinssenkung. Ähnlich wie die EZB passte jedoch auch die SNB die Berechnungsgrundlage für den Negativzins für die Banken an, sodass der Freibetrag steigt und damit die Last der Negativzinsen für die Banken sinkt.

3. Risiken

Die stärkste Konjunkturabkühlung seit der globalen Finanzkrise, wie sie derzeit von der OECD für 2019/2020 erwartet wird, wird durch die hohe politische Unsicherheit zusätzlich verstärkt. Zwar haben sich die Finanzmärkte scheinbar an die erhöhte politische Unsicherheit gewöhnt, jedoch macht dieser Umstand den Handelskrieg zwischen den USA und China sowie den insgesamt stärker werdenden Protektionismus nicht weniger schädlich für die Weltwirtschaft. Der konjunkturelle Abschwung und die – u.a. durch den Handelskonflikt – ausgelöste Schwäche im Welthandel scheinen sich gegenseitig zu verstärken. Weitere geopolitische Risiken wie der Angriff auf die saudi-arabische Ölinfrastruktur oder auch der bevorstehende Brexit nagen zusätzlich am Konsumentenvertrauen und führen zu niedrigeren Investitionen. Die stärksten Auswirkungen sind für kleine und offene Volkswirtschaften zu erwarten, zu denen auch Liechtenstein zählt.

Wie bereits seit einiger Zeit gewarnt wurde, könnte sich nun das Risiko des mangelnden geldpolitischen Spielraums im aktuellen Ab-

schwung zunehmend materialisieren. Von der geldpolitischen Seite fehlt derzeit der Spielraum, um einen Abschwung (oder gar eine Rezession) entsprechend abzufedern, insbesondere im Euroraum und auch in der Schweiz. Zwar stehen den Zentralbanken noch weitere Instrumente zur Verfügung, um die expansive Ausrichtung weiter zu verstärken, jedoch wird kaum bestritten, dass diese unkonventionellen Instrumente weniger wirksam sind als traditionelle geldpolitische Instrumente. Die Bereitschaft der Staaten, die entstehende Nachfragerücke zu schliessen, scheitert vielfach an mangelndem fiskalischem Spielraum.

Die Parallelverschiebung der Zinsstrukturkurven in den letzten Monaten – von einem bereits sehr tiefen Niveau – impliziert noch grössere Herausforderungen für die Finanzmarktakteure. Die niedrigen oder sogar negativen Zinsen haben in den letzten Jahren wesentlich zum Aufbau von Ungleichgewichten beigetragen, z.B. durch stark steigende Immobilienpreise oder überhöhte Schuldenquoten in vielen Sektoren und Ländern. Diese Ungleichgewichte führen dazu, dass die globale Konjunktur zunehmend von der expansiven geldpolitischen Ausrichtung abhängig ist. Die erneut nach unten verschobene Zinskurve impliziert zwar einen positiven Einmaleffekt auf die Kurse von Aktien und Anleihen, verringert aber auch die erwartete zukünftige Rendite. Zwar erwarten wir beispielsweise für Pensionskassen durch diese Entwicklungen in diesem Jahr bessere Ergebnisse, jedoch erhöht dies gleichzeitig die zukünftigen Herausforderungen, überhaupt noch eine positive Rendite erzielen zu können, ohne ein nicht zu rechtfertigendes Risiko einzugehen.

Makroprudenzielle Aufsicht

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

24. September 2019

Der Volkswirtschaftsmonitor Q4/2019 wird im Dezember 2019 publiziert.