

Volkswirtschaftsmonitor Q3/2020

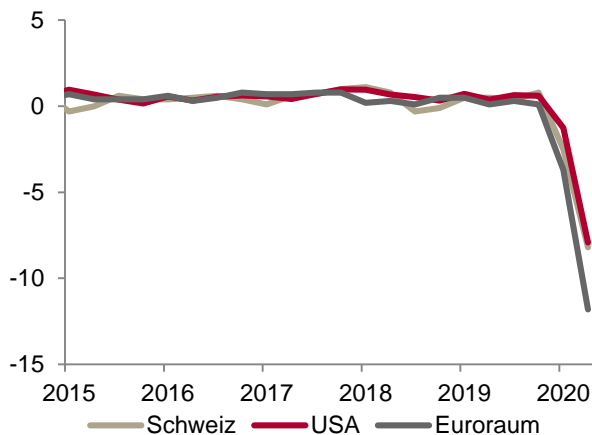
Globale Konjunktur zeigt Zeichen der Erholung, Unsicherheit bleibt jedoch hoch – Finanzmärkte entkoppeln sich zunehmend von realwirtschaftlicher Entwicklung

Nachdem der Tiefpunkt der stärksten Rezession seit den 1930er-Jahren im zweiten Quartal 2020 wohl durchschritten wurde, deuten die Frühindikatoren seit den Sommermonaten auf eine starke, aber unvollständige Erholung hin. Die Unsicherheit bleibt hoch, nicht nur vor dem Hintergrund stark steigender Infektionszahlen in vielen Ländern, sondern auch aufgrund nachgelagerter Effekte, wenn die Kosten der Krise zunehmend sichtbar werden. In den letzten Monaten haben sich die Finanzmärkte zunehmend von realwirtschaftlichen Entwicklungen entkoppelt. Die US-Aktienmärkte haben neue Rekordhochs erreicht, und die Risikoprämien an den Anleihen- und Kreditmärkten sind auf das Niveau von vor der Krise gefallen. Angesichts steigender Schulden, sowohl im öffentlichen als auch privaten Bereich, sowie des erwarteten Anstiegs an Unternehmensinsolvenzen, ist diese Entwicklung nur schwer mit der schleppenden Erholung in der Realwirtschaft vereinbar. Die Risiken für Kurskorrekturen bleiben jedenfalls hoch, nicht nur an den Aktienmärkten, sondern auch bei Anleihen, welche auf historischen Höchstständen notieren. In Liechtenstein erwarten wir eine Erholung der Konjunktur relativ zum ersten Halbjahr, welche jedoch stark von der externen Nachfrage abhängig bleiben wird. Aufgrund der hohen Kapitalisierung ist der liechtensteinische Finanzsektor weiterhin gut für die Herausforderungen der Zukunft gerüstet.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Während die wirtschaftliche Aktivität im zweiten Quartal vor dem Hintergrund der weitreichenden Lockdowns vorerst ihren Tiefpunkt erreichte, werden die Effekte der stärksten Rezession seit den 1930er-Jahren noch länger zu spüren sein. Die Schweiz verzeichnete im zweiten Quartal 2020 einen weiteren Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) um -8,2% gegenüber dem Vorquartal, nachdem das BIP bereits im ersten Quartal um -2,5% gefallen war (Abb. 1). Ähnliche Entwicklungen zeigen sich in den Vereinigten Staaten (-8,0% gegenüber dem Vorquartal) sowie im Euroraum, wo der Rückgang noch stärker ausfiel (-11,8%).

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



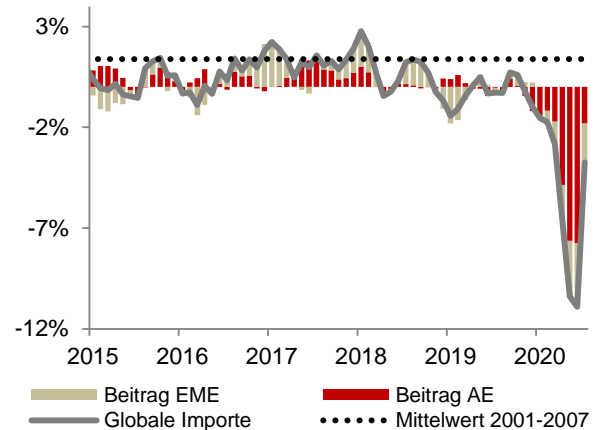
Quelle: Bloomberg, nationale Quellen.

Der globale Handel ist im ersten Halbjahr eingebrochen. Die globale Handelsaktivität verzeichnete mit einem Rückgang der globalen Güterimporte um 10,9% das schlechteste Quartal seit der globalen Finanzkrise. Während die Wachstumsraten im Juni und Juli wieder in den positiven Bereich drehten, bleibt der globale Handel weiterhin deutlich unter dem Niveau vom Jahresanfang. Aufgrund der global gestiegenen wirtschaftlichen Erwartungshaltung sowie der Rücknahme von Massnahmen zur Eindämmung der globalen Pandemie wird mit einer Erholung des globalen Güterhandels im dritten und vierten Quartal gerechnet,

obwohl die Unsicherheit angesichts der unklaren weiteren Entwicklung der Pandemie hoch bleibt.

Abb. 2: Globaler Güterhandel

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



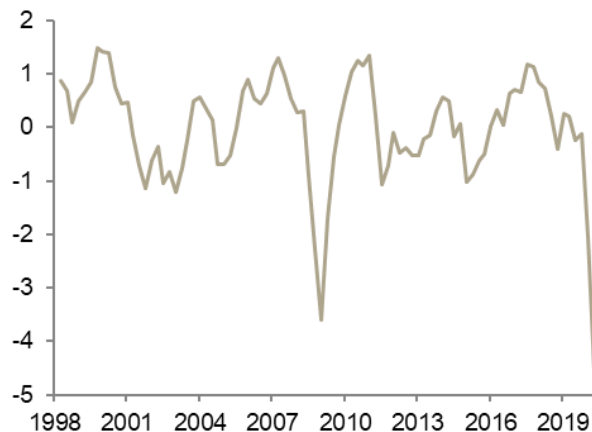
Quelle: CPB Netherlands.

Frühindikatoren deuten auf eine starke, aber unvollständige Erholung seit dem Sommer hin. Monatliche Indikatoren, wie z.B. die Einkaufsmanagerindizes (PMI), deuten darauf hin, dass sich die globale wirtschaftliche Lage im Verlaufe des dritten Quartals etwas verbessert hat. Während sich das Geschäftsklima deutlich erholt hat, bleibt die Erholung jedoch unvollständig. So zeigt sich beispielsweise am ifo Geschäftsklimaindex für Deutschland, dass der Tiefpunkt seit April deutlich überwunden wurde, jedoch sind die aktuellen Werte noch weit vom Niveau vor der Krise entfernt.

Auch in Liechtenstein zeigt sich das Ausmass der wirtschaftlichen Folgen der globalen Pandemie. Der Konjunkturindikator «KonSens» des Liechtenstein Institutes tauchte von -2,07 Punkte im ersten Quartal auf -4,54 Punkte im zweiten Quartal. Damit signalisiert der Indikator den stärksten Wirtschaftseinbruch und damit einhergehend die tiefste gesamtwirtschaftliche Auslastung seit Beginn der Zeitreihe. Dies deutet darauf hin, dass die Konjunktur auch in Liechtenstein noch stärker von den wirtschaftlichen Verwerfungen der COVID-19 Pandemie getroffen wurde als während der globalen Finanzkrise im 2008.

Abb. 3: Konjunkturindikator „KonSens“

(Index)



Quelle: Liechtenstein-Institut.

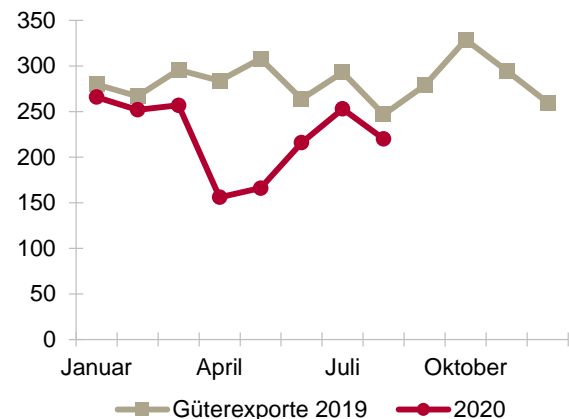
Während auch in Liechtenstein der Einbruch der externen deutlich ersichtlich ist, erwarten die Unternehmen schon im dritten Quartal eine deutliche Verbesserung der konjunkturellen Lage. Aufgrund der hohen internationalen Verflechtung der liechtensteinischen Volkswirtschaft wird ihre Entwicklung stark von der Konjunktur in den grössten Exportländern beeinflusst. Gemäss monatlichen Exportdaten (ohne die Schweiz) haben Liechtensteins Güterexporte in den ersten acht Monaten des Jahres gegenüber dem Vorjahr um CHF 453 Mio. abgenommen. Auch bei diesem Indikator lag der Höhepunkt der Krise im April und Mai, als viele Lieferketten unterbrochen waren, jedoch blieben die Exportzahlen auch im Sommer unter ihrem Vorjahresniveau zurück (Abb. 4).

Die Arbeitsmärkte geraten trotz Kurzarbeit zunehmend unter Druck. Der Mechanismus der Kurzarbeit hat in Europa bisher die Lage am Arbeitsmarkt relativ stabil gehalten. Das Ziel von Kurzarbeit ist die Unterstützung von Unternehmen, damit diese die Arbeitskräfte auch in wirtschaftlich schlechten Zeiten halten können. Sollte die gesamtwirtschaftliche Auslastung wie erwartet wieder zunehmen, kann die Kurzarbeit damit dazu beitragen eine starke Erhöhung der Arbeitslosigkeit zu verhindern. Tritt die Erholung jedoch nicht wie erwartet ein, muss mittelfristig mit einer höheren Arbeitslosigkeit gerechnet werden. Im September 2020 betrug die Arbeitslosigkeit in

Liechtenstein 2,1%, und lag damit nur knapp über dem Niveau von Anfang des Jahres (1,7%). Während die Auswirkungen der aktuellen Rezession auf den Arbeitsmarkt in Liechtenstein vor allem anhand des Rückgangs der offenen Stellen sichtbar sind, wird insgesamt – ähnlich wie während der globalen Finanzkrise 2009 – mit einer hohen Resilienz im inländischen Arbeitsmarkt gerechnet.

Abb. 4: Liechtenstein: Direktexporte

(CHF Mio.)



Quelle: Amt für Statistik.

Die Auswirkungen der realwirtschaftlichen Verwerfungen auf den liechtensteinischen Finanzsektor halten sich bisher sehr in Grenzen. Nachdem die verwalteten Vermögen (AuM) im ersten Quartal auf konsolidierter Ebene deutlich zurückgingen (-33 Mrd.), erholten sich diese – auch aufgrund der Marktentwicklung – bereits im zweiten Quartal wieder deutlich. Im Vergleich zum Vorjahr konnte der liechtensteinische Bankensektor seine Profitabilität im ersten Halbjahr trotzdem steigern, was auch mit der erhöhten Handelsaktivität der Kunden in der Zeit der Finanzmarkturbulenzen zusammenhängt. Gegen den internationalen Trend führten die positiven Halbjahresergebnisse zu einem Anstieg der Kapitalisierung. Im Juni 2020 wies der Bankensektor auf konsolidierter Ebene eine CET1-Ratio von 21,2% auf, ein deutlicher Anstieg gegenüber Jahresende 2019 (19,8%). Im europäischen Vergleich bleiben Liechtensteins Banken damit weiterhin deutlich überdurchschnittlich kapitalisiert.

2. Inflation & Finanzmärkte

Die expansive Geldpolitik der wichtigsten Zentralbanken führen zu sehr niedrigen Risikoprämien, welche die hohe Unsicherheit in der Realwirtschaft kaum widerspiegeln. Die US-Notenbank Fed und die EZB hatten im März mit starken geldpolitischen Lockerungen auf den wirtschaftlichen Einbruch reagiert. Während die EZB das Pandemie-Notankaufsprogramm in den letzten Monaten fortsetzte, blieb auch die Fed ihrem extrem expansiven geldpolitischen Kurs treu. Auch vor dem Hintergrund der ausgedehnten fiskalpolitischen Massnahmen haben sich die Finanzmärkte in den letzten Monaten deutlich erholt. Sichere Anlagen, wie z.B. Staatsanleihen, notieren zu historisch hohen Preisen bzw. tiefen Renditen. Auf globaler Ebene wird mittlerweile mehr als 80% des Anleihenvolumens mit Renditen von unter 2% gehandelt. Im Lichte der nach wie vor sehr gedrückten realwirtschaftlichen Erholung hat sich gleichzeitig die Deflationsgefahr zumindest kurzfristig weiter verstärkt. Die Inflationsrate in den Vereinigten Staaten betrug im August 1,3%, während die Preise im Euroraum (-0,2%) und in der Schweiz bereits zurückgingen (-0,9%).

Die US-Aktienmärkte haben neue Höchststände erreicht. Wachstumssektoren, insbesondere Technologieunternehmen, haben die Erholung angeführt, wobei die wichtigsten Aktienmärkte neue Höchststände erreicht haben oder nicht mehr weit von ihren Vorkrisenniveaus entfernt sind. Indikatoren für die Bewertung von Aktienmärkten, wie z.B. das 12-Monats-Forward-Gewinn-Verhältnis, sind auf ein historisch hohes Niveau gestiegen. Die US-Aktienmarktkapitalisierung ist im Vergleich zur Grösse der US-Wirtschaft nun auf dem höchsten jemals verzeichneten Stand angelangt. Die hohen Bewertungen sind angesichts der aktuellen Rezession und der hohen Risiken im Unternehmenssektor durchaus überraschend. Der Anstieg der Volatilität und der Rückgang der Kurse im September ist ein Zeichen für erhöhte Unsicherheit, weil sich die Kurse – angetrieben von den günstigen Refinanzierungsbedingungen – zunehmend von den wirtschaftlichen Fundamentaldaten entfernt haben könnten. Die hohe Bewertung der

Aktienkurse wird auch von gängigen Indikatoren, wie z.B. der zyklisch bereinigten price/earning ratio (CAPE) bestätigt (Abb. 5).

Abb. 5: Zyklisch bereinigtes KGV (P/E ratio)
(Shiller's CAPE Index)



Quelle: Robert Shiller, eigene Berechnungen.

Die Entkoppelung der Finanzmärkte von der realwirtschaftlichen Entwicklung zeigt sich auch anhand der Risikoprämien. Die Unternehmensumsätze waren sowohl in den USA als auch im Euroraum bereits 2019 – lange vor dem Ausbruch der Pandemie – zurückgegangen, bevor diese im ersten Halbjahr stark einbrachen. Um die Liquiditätsgengpässe zu überbrücken, nutzten viele Unternehmen bestehende Kreditlinien oder platzierten neue Anleihen, wodurch die Verschuldungsquote im nicht-finanziellen Unternehmenssektor quer über die Länder deutlich anstieg. Trotz dieser Entwicklungen haben sich die Finanzierungsbedingungen weiter entspannt, nicht zuletzt auch aufgrund der Kreditgarantien, die im Rahmen der Fiskalpakete vielfach übernommen wurden. Unternehmensinsolvenzen sind im ersten Halbjahr in fast allen Ländern zurückgegangen, was die Angst vor so genannten «Zombie-Unternehmen», welche das Produktivitätswachstum in den nächsten Jahren negativ beeinflussen könnten, weiter verstärkt. Die expansive Ausrichtung der Geldpolitik hat nicht nur einen Abwärtsdruck auf die Risikoprämien ausgeübt, sondern über die lockeren Finanzierungsbedingungen auch die Erholung am Aktienmarkt befeuert. Die erwartete

Erhöhung der Unternehmensinsolvenzen nach dem Auslaufen der fiskalpolitischen Massnahmen scheint in den Märkten nicht in vollem Umfang eingepreist zu sein.

Die expansiven Massnahmen der Notenbanken sowie der Regierungen haben die Krise abgefedert, jedoch wird mittelfristig die Frage der Schuldennachhaltigkeit wieder zunehmend in den Fokus rücken. Die Staatsverschuldung ist in den vergangenen Monaten aufgrund der umfangreichen Unterstützungsmassnahmen in so gut wie allen entwickelten Volkswirtschaften stark angestiegen. In diesem Jahr haben die Regierungen des Euroraums zur Finanzierung einer Reihe von Programmen zur Unterstützung der Realwirtschaft über EUR 850 Mrd. neue Nettoschulden aufgenommen. Nach einem Jahrzehnt von Laufzeitenverlängerungen bei niedrigen Zinsen wurden über 40% der neuen Schulden mit kurzfristigen Laufzeiten von unter zwei Jahren aufgenommen. Dies wird den kurzfristigen Refinanzierungsbedarf erhöhen und könnte zu Unsicherheiten in Bezug auf die Schuldennachhaltigkeit bei bereits hochverschuldeten Ländern führen.

3. Risiken

Die realwirtschaftlichen Aussichten haben sich seit Juni verbessert, die Unsicherheit bleibt jedoch hoch. Steigende Covid-19 Infektionen können zu erneuten ökonomischen Verwerfungen führen. Mit der Aufhellung des Geschäftsklimas kann davon ausgegangen werden, dass der Tiefpunkt der Krise vorläufig erreicht ist. Für die zukünftige Entwicklung hängt jedoch viel davon ab, wie sich die Pandemie weiterentwickelt und ob die Massnahmen zur Eindämmung wieder verschärft werden müssen. Ein erneuter «lockdown» in Europa und den USA würde die Realwirtschaft schwer treffen, zudem werden steigende Arbeitslosenraten sowie aufgeschobene Investitionen zu einem weiteren verzögerten Nachfrageschock führen.

Die Unsicherheit wird durch die zunehmende Entkoppelung der Finanzmärkte von realwirtschaftlichen Entwicklungen verstärkt. Die hohen Bewertungen an den Aktienmärkten implizieren hohe Risiken von Kurskorrekturen, falls der

Risikoappetit der Anleger wieder abnimmt oder die hohen realwirtschaftlichen Kosten der Krise – in Form von zunehmenden Unternehmensinsolvenzen und steigender Arbeitslosigkeit – in den nächsten Quartalen sichtbar werden. Auch an den Anleihen- und Kreditmärkten sind die Risikoprämien so niedrig wie vor der Krise, obwohl mit einer deutlich steigenden Anzahl von Unternehmensinsolvenzen gerechnet werden muss, sobald die Unterstützungsmassnahmen auslaufen.

Steigende Verschuldungsquoten im privaten und öffentlichen Bereich sind ein Grund zur Sorge. Die Schuldenlast der europäischen Staaten sowie der USA ist aufgrund der fiskalpolitischen Unterstützungsmassnahmen stark angestiegen. In einigen Ländern war die Schuldenlast bereits vor den COVID-19 Unterstützungsmassnahmen hoch, was die Frage früher oder später aufwerfen wird, ob diese Staaten in Zukunft ihre Schulden zurückzahlen können. In der aktuellen Rezession haben aber auch viele realwirtschaftliche Unternehmen – insbesondere in stark betroffenen Sektoren – den Ausfall der Umsätze durch Kredite oder zusätzliche Anleihen ersetzt.

Während die Unsicherheit global zunimmt und die Risiken steigen, bleiben die Finanzstabilitätsrisiken in Liechtenstein überschaubar. Während Liechtenstein aufgrund der starken Exportorientierung realwirtschaftlich auch in den nächsten Monaten stark von der globalen Rezession betroffen sein wird, halten sich die Finanzstabilitätsrisiken in Grenzen. Der liechtensteinische Finanzsektor ist gut kapitalisiert und wird auch in Zukunft in der Lage sein, die liechtensteinische Realwirtschaft mit Krediten zu versorgen. Der kürzliche Anstieg an notleidenden Krediten, wenngleich von sehr niedrigem Niveau, zeigt aber, dass die Risiken auch in Liechtenstein weiterhin genau beobachtet werden müssen. Die Effekte der Rezession werden im Banken- und Finanzsektor erst mit zeitlicher Verzögerung spürbar sein, insbesondere auch vor dem Hintergrund staatlicher Garantien und fiskalischer Unterstützungsmassnahmen.

30. September 2020

Der Volkswirtschaftsmonitor Q4/2020 wird im Dezember 2020 publiziert.