

Volkswirtschaftsmonitor Q4/2018

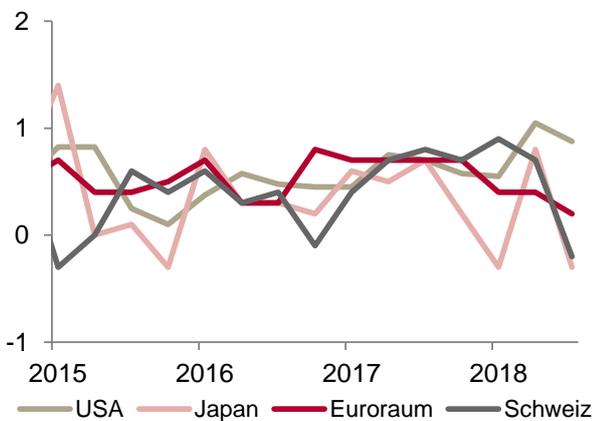
Anzeichen für globale Konjunkturabkühlung mehren sich, steigende politische Unsicherheit führt zu weiterer Korrektur an Finanzmärkten

Der Rückgang des BIP-Wachstums in den grossen Volkswirtschaften im vergangenen Quartal deutet auf eine zunehmende globale Konjunkturabkühlung hin. Trotz einer deutlichen Abschwächung seit Jahresbeginn signalisieren die Frühindikatoren jedoch nach wie vor positives Wachstum für die kommenden Monate. Vor diesem Hintergrund kündigte die EZB in ihrer letzten geldpolitischen Entscheidung an, dass das Anleihen-Ankaufprogramm wie erwartet mit Ende des Jahres auslaufen wird. Da die Gelder aus den fällig gewordenen Wertpapieren jedoch noch für eine entsprechend notwendige Zeit reinvestiert werden, hält die EZB auch nach dieser Entscheidung an ihrer expansiven Geldpolitik fest. In den USA hat sich die Zinsstrukturkurve aufgrund des Rückgangs der längerfristigen Zinsen weiter abgeflacht. In gewissen Bereichen – zwischen zwei- und fünfjährigen Laufzeiten – wurde bereits eine leicht fallende Zinsstrukturkurve verzeichnet, was allgemein als Frühwarnsignal für eine Rezession verstanden werden kann. Inzwischen ist die politische Unsicherheit aufgrund der geopolitischen Risiken, des steigenden Protektionismus, der zunehmenden Volatilität an den Finanzmärkten sowie der Spannungen in den Schwellenländern weiter angestiegen. Die US-Importzölle werden laut aktuellen Plänen auf den höchsten Wert seit den 1970er Jahren steigen, was die globale Konjunktur mit hoher Wahrscheinlichkeit weiter trüben und die Handelsaktivitäten dämpfen wird. Dies könnte eine globale Rezession nach sich ziehen, welche die Zentralbanken aufgrund ihres relativ beschränkten Handlungsspielraums nur begrenzt abfedern könnten.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Nach der synchronisierten Konjunkturerholung im vergangenen Jahr hat sich die globale Wirtschaft seit Jahresbeginn 2018 deutlich abgekühlt. Das Quartalswachstum im Euroraum ging von 0,7% (q-o-q) in den letzten Quartalen 2017 auf zuletzt 0,2% im dritten Quartal 2018 zurück (Abb. 1). Während das BIP-Wachstum in den USA noch im zweiten Quartal 2018 bei 1,1% lag, verringerte sich das Wachstum im dritten Quartal leicht auf 0,9%. Der kurzfristige Anstieg des BIP-Wachstums in Japan zu Beginn des Jahres war nur von kurzer Dauer, und auch die Schweiz verzeichnete im dritten Quartal leicht negatives BIP-Wachstum. Das globale Wirtschaftswachstum hat sich damit auf einem niedrigeren Niveau eingependelt, was auch durch die aktuelle IWF-Prognose bestätigt wird.

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



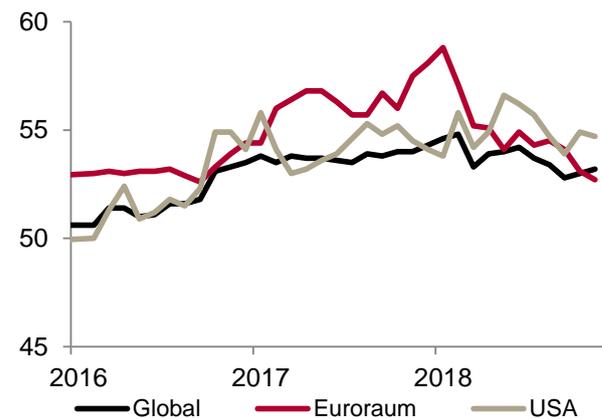
Quelle: Bloomberg, nationale Quellen.

Obwohl die globalen Frühindikatoren noch immer positives Wachstum signalisieren, ist in den letzten Quartalen eine deutliche Abschwächung erkennbar. Der aktuell zu verzeichnende Wachstumsrückgang (Abb. 1) hatte sich bereits seit Beginn des Jahres in den Frühindikatoren abgezeichnet. So ist für die grossen Volkswirtschaften bereits seit Anfang 2018 ein sinkender Einkaufsmanagerindex (Purchasing Manager Index, PMI) zu beobachten (Abb. 2). Trotz des deutlichen Rückgangs der globalen PMIs seit Anfang des Jahres befinden sich diese

jedoch nach wie vor über der 50-Punkte Marke und signalisieren damit weiterhin positives Wachstum in den kommenden Monaten.

Abb. 2: Frühindikatoren signalisieren Konjunkturabkühlung

(Einkaufsmanagerindex; Diffusionsindex)



Quelle: Bloomberg, Markit.

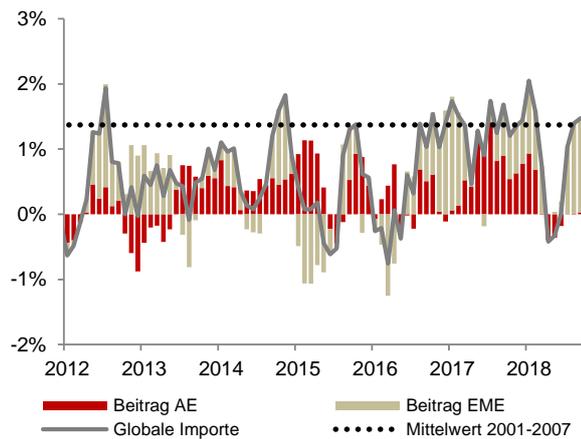
Der sehr volatile Index für die globale Handelstätigkeit hat sich in den letzten zwei Monaten deutlich erhöht, wobei der Anstieg zur Gänze auf die Handelstätigkeit der Schwellenländer zurückzuführen ist (Abb. 3). Das Wachstum des Güterhandels in den entwickelten Volkswirtschaften pendelt seit dem ersten Quartal um die Null-Linie, was auf eine zunehmend angeschlagene Weltwirtschaft und die zunehmenden internationalen Handelskonflikte der USA zurückzuführen sein dürfte. Nach einer kurzfristigen Stagnation der Handelstätigkeit Mitte des Jahres ist der Güterhandel in den letzten drei Monaten wieder auf den langfristigen Durchschnitt angestiegen, jedoch sollten diese Zahlen vor dem Hintergrund von häufigen und relativ starken Datenrevisionen mit Vorsicht interpretiert werden.

Während die Konjunkturaussichten in Liechtenstein weiterhin sehr positiv bleiben, deutet der KOF-Konjunkturbarometer für die Schweiz auf ein Ende der Hochkonjunkturphase hin. Die Konjunkturumfrage in Liechtenstein geben keine Anzeichen für eine Konjunkturabkühlung, jedoch haben sich die Werte auf hohem Niveau stabilisiert. Für das vierte Quartal

gehen 52% der Unternehmen von einer „guten“ Lage aus, weitere 45% rechnen mit einer „befriedigenden“ Lage (Abb. 4).

Abb. 3: Globaler Güterhandel

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

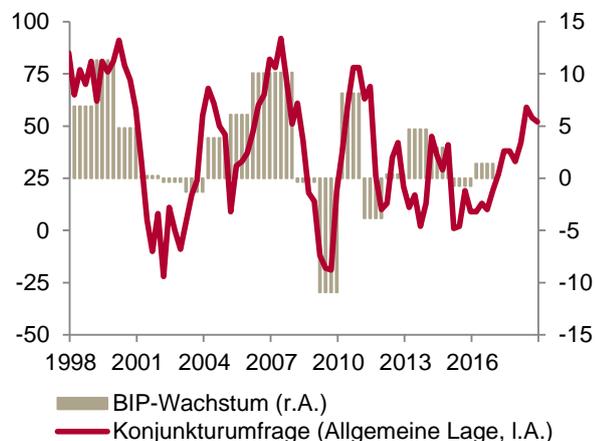


Quelle: CPB Netherlands.

Die sehr positive Konjunkturentwicklung ist auch weiterhin an den hohen Beschäftigtenzahlen erkennbar. Im ersten Halbjahr 2018 verzeichnete die Beschäftigung einen starken Zuwachs von 3.8% gegenüber dem Vorjahr, auch die direkten Warenexporte der liechtensteinischen Unternehmen haben um 11% im Vergleich zum Vorjahr zugenommen.

Abb. 4: Konjunkturelle Lage in Liechtenstein

(nominelles BIP-Wachstum in Prozent; Index)



Quelle: Amt für Statistik.

2. Inflation & Finanzmärkte

Die Inflationsraten sind zuletzt aufgrund fallender Energiepreise leicht zurückgegangen.

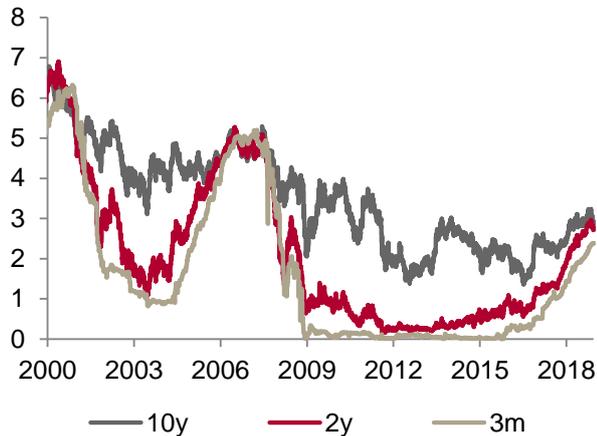
Trotz der positiven Entwicklungen an den Arbeitsmärkten schwächte sich der Inflationsdruck im November etwas ab. Die Arbeitslosenquote in den USA sinkt seit Jahren auf zuletzt 3,7% und befindet sich somit seit bald zwei Jahren unter der natürlichen Arbeitslosenquote, die von der Fed auf etwa 4,5% geschätzt wird. Die Erholung am Arbeitsmarkt setzte sich auch im Euroraum fort, die Arbeitslosenrate sank im Oktober auf 8.1%. Vor allem die sinkenden Ölpreise spielen eine wichtige Rolle für die niedrigeren Inflationsraten in den USA (2,2% im November) und im Euroraum (1,9%), während die Kerninflation (ohne volatile Komponenten wie Energie und Lebensmittel) in den USA zuletzt sogar leicht auf 2,2% anstieg. Im Euroraum ging die Kerninflation im November hingegen leicht auf 1,1% zurück, was auf einen niedrigeren Lohndruck am Arbeitsmarkt hindeutet.

In ihrer jüngsten geldpolitische Entscheidung kündigte die Europäische Zentralbank (EZB) nach über drei Jahren das Ende ihres Anleihen-Ankaufprogrammes mit Ende des Jahres an.

Allerdings betonte die EZB, dass die Gelder aus den fällig gewordenen Wertpapieren über längere Zeit – auch nach den ersten Zinserhöhungen – reinvestiert werden, um den Bestand an Wertpapieren in ihrer Bilanz aufrechtzuerhalten. Die „forward guidance“ wurde hingegen aufrechterhalten, wodurch es eine Zinserhöhung im Euroraum frühestens im Herbst 2019 geben wird. Die EZB hält damit bis auf weiteres an ihrer expansiven Geldpolitik fest. Die Fortsetzung der verhältnismässig lockeren Geldpolitik begünstigt auch die Abwertung des Euro. Die europäische Gemeinschaftswährung gab in den letzten Monaten – auch vor dem Hintergrund einer schwächeren Konjunktur im Euroraum – sowohl gegenüber dem Schweizer Franken als auch zum US-Dollar nach. Die Schweizerische Nationalbank liess die Zinsen weiterhin unverändert und wird diese wohl – so erwarten es die Märkte – erst anheben, wenn die EZB die Zinswende eingeleitet hat.

Abb. 5: Zinsen nach Laufzeit in den USA

(Prozent)



Quelle: Bloomberg.

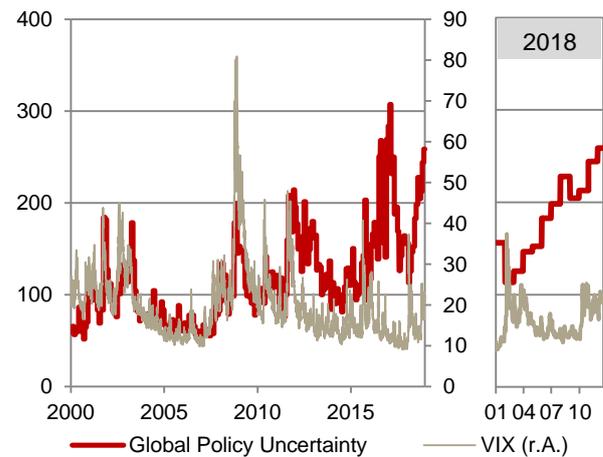
In den USA flachte die Zinsstrukturkurve weiter ab, sodass sich diese im Dezember erstmals seit 2007 teilweise umgekehrt hat. Seit den ersten Zinserhöhungen in den USA im Jahr 2015 sind die kurzfristigen Zinsen stärker gestiegen als die langfristigen, wodurch der Spread zwischen US-Staatsanleihen mit zwei Jahren Laufzeit und jenen mit fünf Jahren Laufzeit erstmals seit der globalen Finanzkrise einen negativen Wert verzeichnet hat. Der Spread zwischen den 10- und 2-jährigen US-Staatsanleihen ist hingegen noch knapp positiv (Abb. 5), befindet sich aber seit Jahren auf einem Abwärtstrend. Eine inverse Zinsstrukturkurve gilt als Vorbote einer Rezession und signalisiert somit ein nahendes Ende der konjunkturellen Aufschwungphase in den USA. Nach der letzten Zinserhöhung in den USA im September auf ein Zielband von 2-2.25% haben sich nach den zuletzt schwachen Entwicklungen an den Finanzmärkten die Anzeichen für eine weitere Zinserhöhung reduziert. Zwar erwarten die Finanzmärkte immer noch eine weitere Zinserhöhung im Dezember um 25 Basispunkte, jedoch ist die Wahrscheinlichkeit einer Erhöhung zuletzt auf 64% gesunken.

Die politische Unsicherheit und die Risiken an den Finanzmärkten steigen seit Beginn des Jahres kontinuierlich an (Abb. 6). Vor allem die steigenden internationalen Handelskonflikte so-

wie die politische Unsicherheit aufgrund der geplanten Importzölle in den USA haben zuletzt den impliziten Volatilitätsindex (VIX) wieder ansteigen lassen.

Abb. 6: Politische Unsicherheit steigt

(Prozent)



Quelle: Bloomberg.

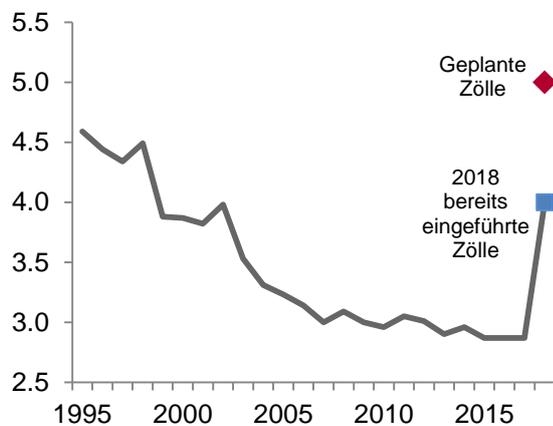
Auch die Unsicherheit über die Brexit-Verhandlungen sowieso der Budgetstreit Italiens mit der Europäischen Union erhöhen die politische Unsicherheit. Auf den globalen Finanzmärkten gab es zuletzt deutliche Kurskorrekturen der Aktienmärkte sowie einen graduellen Anstieg der Risikoprämien, nicht nur in den Schwellenländern und Italien, sondern auch bei schlechter gerate-ten US-Unternehmensanleihen, wenn auch in geringerem Ausmass. Eine zunehmende Straf-ung der US-Geldpolitik könnte weiteren Auf-wärtsdruck auf die Risikoprämien zur Folge ha-ben.

Insbesondere die geplanten US-Importzölle sind ein wichtiger Treiber der globalen politischen Unsicherheit. Durch die geplanten US-Massnahmen werden die durchschnittlichen US-Einfuhrzölle voraussichtlich zurück auf das Ni-veau der 1970-Jahre steigen. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass die USA das weltweit grösste Importland ist, könnte dieser geplante weitere Anstieg der Einfuhrzölle (Abb. 8) zu ei-nem noch stärkeren Rückgang der globalen Handelstätigkeiten führen und dadurch eine glo-

bale Rezession zumindest begünstigen. Der geldpolitische Spielraum, um einen globalen Konjunkturabschwung abzufedern, ist aufgrund der Folgen der globalen Finanzkrise jedoch sehr begrenzt. Kleine, offene Volkswirtschaften, wie auch Liechtenstein, wären durch einen globalen Handelskonflikt besonders stark betroffen.

Abb. 7: Durchschnittliche US-Einfuhrzölle

(Prozent)



Quelle: Weltbank, ESRB.

Auch die steigenden Zinsen in den USA und der daraus resultierende starke US-Dollar führen zu verstärkten Kapitalabflüssen aus den Schwellenländern und höheren Risikoprämien. Einige Schwellenländer sind aufgrund ihrer hohen Leistungsbilanzdefizite, steigenden Inflationsraten, schwachen Währungen sowie hohen Auslandsschulden in Fremdwährung unter Druck, was die Risikoprämien – trotz der leichten Entspannung in der Türkei in den letzten Wochen – weiter in die Höhe treibt.

3. Risiken

Die realwirtschaftlichen Indikatoren deuten auf eine globale Konjunkturabkühlung hin. Der Arbeitsmarkt in den USA befindet sich zwar über seiner Kapazitätsgrenze, was sich auch in stärkerem Lohndruck niederschlägt, jedoch häufen sich die Anzeichen für einen Konjunkturabschwung vor dem Hintergrund einer teilweise fallenden Zinsstrukturkurve, nachlassenden Frühindikato-

ren sowie erhöhter Volatilität an den Finanzmärkten. Zuletzt gab es an den Aktienmärkten erhebliche Kurskorrekturen, wenngleich diese historisch – zumindest in den USA – weiterhin hoch bewertet bleiben. Während in den USA für das kommende Jahr weniger Zinserhöhungen erwartet werden als noch vor wenigen Wochen, lässt die EZB das Anleihen-Ankaufprogramm wie erwartet Ende Dezember auslaufen. Allerdings wird die EZB ihre expansive Geldpolitik über längere Zeit fortführen, da auslaufende Wertpapiere fortlaufend reinvestiert werden. Somit rückt die Normalisierung der Geldpolitik im Euroraum nur langsam näher, und die Zweifel an einer ersten Zinserhöhung im Herbst 2019 steigen. Die Risiken, die sich aus den unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen für den Bankensektor ergeben, müssen daher weiterhin überwacht werden.

Die politische Unsicherheit ist nach wie vor hoch, wozu insbesondere zunehmender Protektionismus, steigende Volatilität an den Finanzmärkten, zunehmende Spannungen in den Schwellenländern sowie ein unsicherer Ausgang der Brexit-Verhandlungen beitragen. Mit den Zinsanstiegen in den USA in den vergangenen Jahren gab es verstärkt Kapitalzuflüsse und eine real-effektive Aufwertung des US-Dollars, was den Druck auf hoch verschuldete Schwellenländer zunehmend erhöht. Sowohl die bereits eingeführten als auch die geplanten US-Importzölle können die globale Konjunktur gefährden und insbesondere für kleine, offene Volkswirtschaften wachstumshemmend wirken. Da auch der geldpolitische Handlungsspielraum der global relevanten Volkswirtschaften begrenzt ist, können negative Nachfrageschocks kaum abgefedert werden und somit eine globale Rezession zur Folge haben.

Dr. Sophia Döme
Makroprudenzielle Aufsicht
sophia.doeme@fma-li.li

18. Dezember 2018

Der Volkswirtschaftsmonitor Q1/2019 wird voraussichtlich Mitte März 2019 publiziert.