

Volkswirtschaftsmonitor Q4/2019

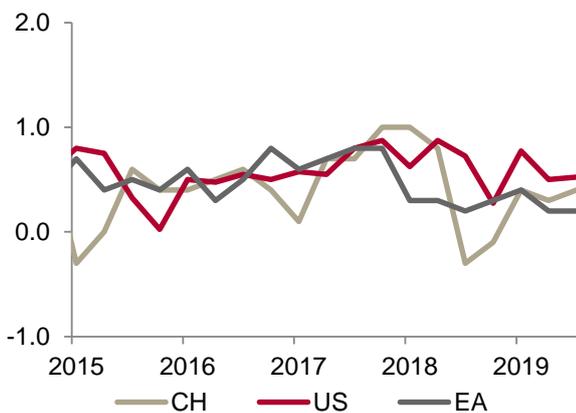
Weltkonjunktur zeigt erste Zeichen der Stabilisierung – Risiken für Kurskorrekturen an den Finanzmärkten bleiben weiterhin hoch

Die Dynamik des globalen Konjunkturabschwungs hat zuletzt etwas nachgelassen. Während sich die BIP-Wachstumsraten in den grössten Volkswirtschaften im dritten Quartal auf einem niedrigeren Level stabilisiert haben, zeigen Frühindikatoren erste vorsichtige Zeichen einer Trendumkehr. Die beginnende Erholung steht jedoch vor dem Hintergrund des nach wie vor nicht gelösten Handelsstreits zwischen den USA und China und der sehr niedrigen Wachstumsdynamik in den entwickelten Volkswirtschaften weiterhin auf tönernen Füüssen. In der Schweiz und auch in Liechtenstein sind bisher noch keine Zeichen der Stabilisierung zu erkennen, die verschiedenen Konjunkturindikatoren signalisieren eine Fortsetzung der konjunkturellen Abkühlung. Die Aktienmärkte haben mit Rekordständen auf die jüngsten Entwicklungen reagiert. Die aktuell hohen Bewertungen sind jedoch im Kontext des Niedrigzinsumfelds und der damit verbundenen Jagd nach Rendite mit Vorsicht zu geniessen, da diese stark von anhaltend niedrigen Zinsen abhängig sind. Das Risiko möglicher Kurskorrekturen könnten im kommenden Jahr paradoxerweise sowohl von weiteren negativen als auch von positiven konjunkturellen Entwicklungen ausgehen: Kühlt sich die Konjunktur weiter ab, ist der geldpolitische Spielraum für weitere expansive Massnahmen sehr begrenzt. Kommt es hingegen zu einer nachhaltigen Konjunkturerholung, so könnte der (negative) Effekt eines Anstiegs der Zinsen den (positiven) Effekt der höheren Gewinn- und Wachstumserwartungen überwiegen. Damit käme es gewissermassen zur Umkehrung der Entwicklungen, welche das Kursfeuerwerk im Jahr 2019 geprägt haben. Die Herausforderungen für die Finanzmarktakteure bleiben damit unverändert hoch, auch weil das Niedrigzinsumfeld weiterhin auf die Profitabilität drücken wird.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Das globale BIP-Wachstum hat sich im dritten Quartal auf einem niedrigeren Niveau stabilisiert. Die Dynamik des Abschwungs hat sich in den letzten Wochen und Monaten abgeschwächt. Das BIP-Wachstum im Euroraum lag im dritten Quartal bei +0,2% gegenüber der Vorperiode, in den USA bei +0,5%, jeweils unverändert gegenüber dem Vorquartal. Die Schweiz verzeichnete im dritten Quartal eine marginale Wachstumsbeschleunigung auf +0,4% gegenüber dem Vorquartal (Abb. 1). Nach dem negativen Wachstum im zweiten Quartal (-0,2%) verhinderte Deutschland mit einem schwachen, aber positiven Wachstum im dritten Quartal (+0,1%) eine technische Rezession. Während diese Zahlen auf eine beginnende Stabilisierung hindeuten, bleibt die globale konjunkturelle Lage nach wie vor schwach, das Wachstum hat sich seit Anfang 2018 merklich abgeschwächt.

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



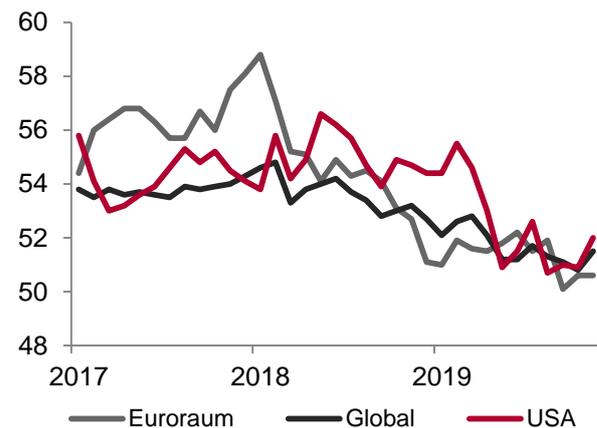
Quelle: Bloomberg, nationale Quellen.

Auch die Frühindikatoren bestätigen die aktuell schwache Wachstumsdynamik, jedoch hat sich der Ausblick etwas aufgehellt. Die globalen Güterimporte sind im dritten Quartal wieder leicht gestiegen, nachdem in den vorhergehenden drei Quartalen ein negatives Wachstum verzeichnet wurde. Die Einkaufsmanagerindizes (PMI, Abb. 2) haben sich in den letzten eineinhalb Jahren deutlich abgeschwächt und liegen in

den wichtigsten Wirtschaftsräumen nur noch knapp über der Wachstumsschwelle von 50. Trotzdem zeigen auch die verschiedenen Früh- und Vorlaufindikatoren eine beginnende Stabilisierung an, in den wichtigsten Volkswirtschaften sind die PMIs zuletzt wieder leicht gestiegen. In der Schweiz lässt eine Stabilisierung der Konjunkturindikatoren derzeit noch auf sich warten, so liegt z.B. das KOF-Konjunkturbarometer weiterhin deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt und ist im November auf den niedrigsten Wert seit 2015 gefallen.

Abb. 2: Frühindikatoren signalisieren weiterhin schwaches Wachstum

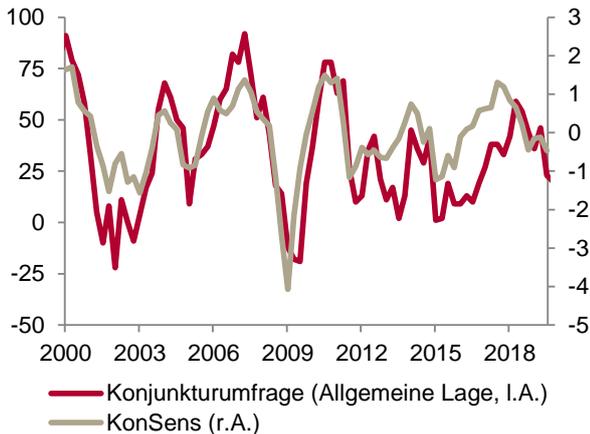
(Einkaufsmanagerindex; Diffusionsindex)



Quelle: Bloomberg, Markit.

Ähnlich wie in der Schweiz zeigen auch in Liechtenstein die verschiedenen Konjunkturindikatoren eine Fortsetzung des Abschwungs an. Sowohl die Konjunkturumfrage als auch der Konjunkturindikator KonSens zeigen eine weitere Abschwächung der konjunkturellen Dynamik in Liechtenstein im dritten Quartal an (Abb. 3). Zuvor hatten die Indikatoren auf eine Stabilisierung auf einem niedrigeren Level hingedeutet, bei einer etwa durchschnittlichen Kapazitätsauslastung. Die Signale vom dritten Quartal sind hingegen weniger erfreulich. So scheint sich die konjunkturelle Abkühlung auf globaler Ebene, die im vergangenen Jahr zu beobachten war, nun auch in der Schweiz und in Liechtenstein verstärkt bemerkbar zu machen.

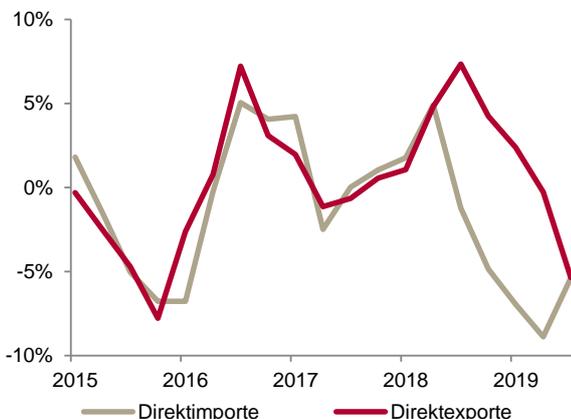
Abb. 3: Liechtenstein: Konjunkturindikatoren (Indizes)



Quelle: Amt für Statistik, Liechtenstein-Institut.

Auch die Dynamik der Direktexporte (und Direktimporte) bestätigt den aktuellen Abschwung in Liechtenstein. Der gleitende Durchschnitt der Wachstumsraten (4q-o-4q) zeigt für die zwei Indikatoren negative Zahlen seit Jahresbeginn, wobei die Importe schneller reagierten als die Exporte. Diese Diskrepanz hat sich nun im dritten Quartal etwas aufgelöst, sowohl Importe als auch Exporte gingen um etwas mehr als 5% zurück (Abb. 4). Einmal mehr zeigt sich damit die Abhängigkeit der liechtensteinischen Industrie von der globalen Wachstumsdynamik.

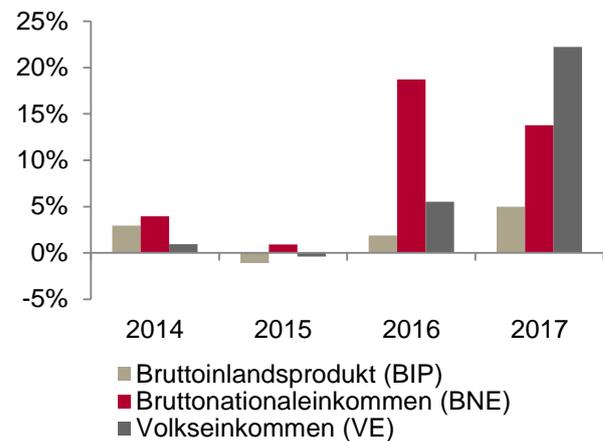
Abb. 4: Handelsindikatoren für Liechtenstein (Durchschnittswachstum der letzten 4 Quartale)



Quelle: Amt für Statistik, eigene Berechnungen.

Ende November wurde die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung (VGR) für 2017 publiziert, mit höherem (nominellem) BIP-Wachstum als erwartet. Das nominelle BIP-Wachstum im Jahr 2017 wurde auf +5,0% hinaufrevidiert, nachdem im Jahr 2016 ein Wachstum von +1,9% verzeichnet wurde. Anhand der zuvor beschriebenen Konjunkturindikatoren (Abb. 3) sind für 2018 und 2019 weiterhin positive, aber etwas schwächere Wachstumsraten zu erwarten.

Abb. 5: Hauptindikatoren der VGR (jährliches Wachstum in Prozent)



Quelle: Amt für Statistik.

Auffallend ist insbesondere die zunehmende Divergenz zwischen den verschiedenen Hauptindikatoren in der VGR (Abb. 5). Der diesjährige Finanzmarktstabilitätsbericht¹ enthielt eine Analyse zur hohen BIP-Volatilität in Liechtenstein, und kam zum Schluss, dass die Unternehmensgewinne, insbesondere im Finanzsektor, in diesem Zusammenhang eine wichtige Rolle spielen. In der diesjährigen Publikation der VGR fällt jedoch nicht die hohe BIP-Volatilität, sondern vor allem die zunehmende Divergenz zwischen den Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts (BIP), des Bruttonationaleinkommens (BNE) und des Volkseinkommens (VE) auf. Während das BIP um 5,0% anstieg, nahm das Bruttonationaleinkommen (BNE) gleich um 13,8% auf rund CHF 6,7 Mrd. zu. Damit liegt das BNE erstmals

¹ Verfügbar unter <https://www.fma.li/de/fma/publikationen/financial-stability-report.html>.

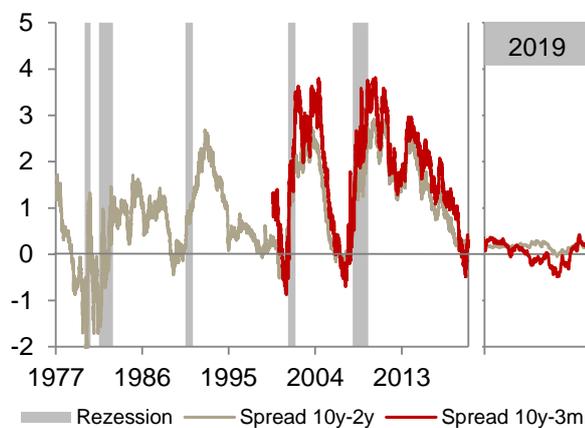
über dem BIP (CHF 6,5 Mrd.). Das BNE umfasst die Einkommen der Unternehmen, des Staates und der Einwohner aus Arbeit und Vermögen. Das Wachstum des BNE im Jahr 2017 resultierte hauptsächlich aus den Zuwächsen bei den Vermögenseinkommen. Diese stiegen um 52,4% gegenüber dem Vorjahr und betragen CHF 1,8 Mrd. Zurückzuführen ist der Anstieg einerseits auf die niedrigeren Ausschüttungen der Unternehmen bei hohen Gewinnen, andererseits auf die von liechtensteinischen Auslandsinvestoren erwirtschafteten Vermögenserträge. Im Unterschied zum BNE zeigt das VE die Primäreinkommen nach Abzug der Abschreibungen und bewertet sie zu Faktorkosten, d.h. einschliesslich der Subventionen, aber ohne Produktions- und Importabgaben. Das VE nahm im Jahr 2017 um 22,2% auf CHF 4,6 Mrd. zu.

2. Inflation & Finanzmärkte

Durch die Zinssenkungen der Federal Reserve und die beginnende konjunkturelle Stabilisierung hat sich die Zinsstrukturkurve in den USA zuletzt wieder etwas normalisiert. Die Spreads zwischen kurz- und langfristigen Anleihen gelten in den USA als wichtiger Rezessionssindikator, da negative Spreads erwartete Zinssenkungen und damit einen konjunkturellen Abschwung implizieren.

Abb. 6: Zinsspreads in den USA

(Spreads in Prozentpunkten)



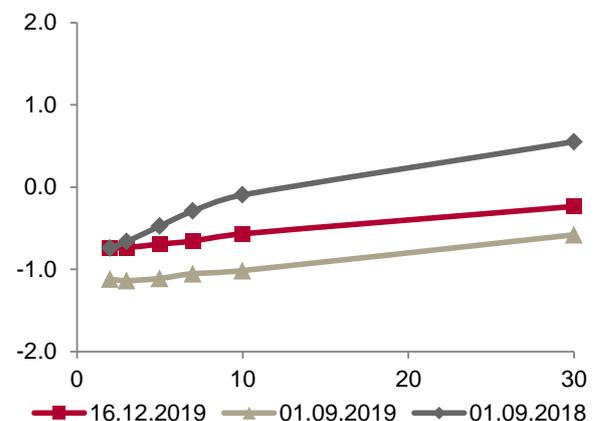
Quelle: Bloomberg.

Über den Sommer drehten sowohl der Spread zwischen 10-jährigen und 3-monatigen als auch zwischen 10- und 2-jährigen Anleihen ins Negative, d.h. die Zinsstrukturkurve war zumindest teilweise invertiert. Durch die Zinssenkungen der Fed sind die kurzfristigen Zinsen gefallen, während die Renditen auf 10-jährige Treasuries durch die leicht verbesserten Wachstumsaussichten zuletzt wieder etwas höher notierten (Abb. 6).

Die beginnende konjunkturelle Stabilisierung zeigt sich auch anhand der leicht steigenden Renditen über alle Laufzeiten, wobei die Zinsen deutlich niedriger bleiben als vor einem Jahr. Am Beispiel der Schweiz ist die deutliche Verschiebung der Zinsstrukturkurve im letzten Jahr klar zu sehen (Abb. 7). Zwar hat sich die Zinsstrukturkurve seit September wieder leicht nach oben verschoben, jedoch blieben in der Schweiz zuletzt alle Laufzeiten – inklusive der 30-jährigen Staatsanleihen – im negativen Bereich.

Abb. 7: Zinsstrukturkurve in der Schweiz

(Renditen nach Laufzeit in Prozent)



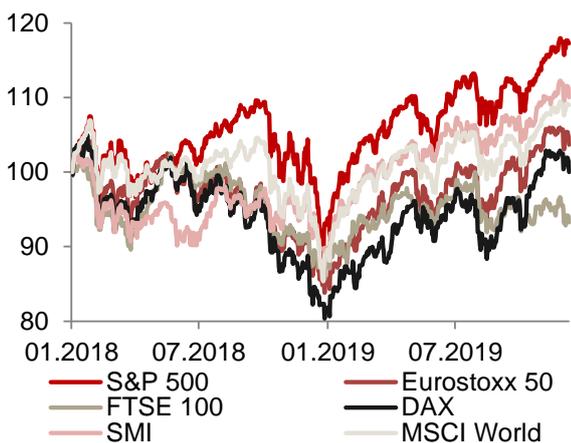
Quelle: Bloomberg.

Die Kombination von einer leichten konjunkturellen Aufhellung und der nach wie vor sehr expansiven Geldpolitik führte zu neuen Rekordständen an den Aktienmärkten (Abb. 8). Die Fed liess den Leitzins im Dezember unverändert bei 1,5-1,75%, nachdem die Zinsen zuvor drei Mal hintereinander gesenkt worden waren. Die aktuellen Prognosen des Offenmarktausschusses implizieren, dass die Mitglieder für

2020 keine Zinsänderungen erwarten, und dass die Zinsen langfristig nur auf etwa 2,5% steigen werden. Die EZB hielt den expansiven geldpolitischen Kurs – nach der ersten Pressekonferenz von Christine Lagarde – unverändert bei, und auch die SNB setzte die expansive Geldpolitik wie erwartet fort. Trotz der leichten konjunkturellen Stabilisierung sind die Rekordstände an den Aktienmärkten vor allem mit der expansiveren Ausrichtung der Geldpolitik zu begründen. Die Anleger erwarten, dass die Lockerung ausreicht, um die konjunkturelle Schwäche abzufangen.

Abb. 8: Globale Aktienmärkte

(Index 01.01.2018 = 100)



Quelle: Bloomberg.

3. Risiken

Die leichte konjunkturelle Stabilisierung steht (noch) auf tönernen Füßen. Zwar deuten verschiedene Indikatoren auf eine beginnende Trendumkehr hin, jedoch hat sich bisher lediglich die Dynamik des Abschwungs abgeschwächt. Die Unsicherheiten bleiben weiterhin sehr hoch, insbesondere vor dem Hintergrund des nach wie vor ungelösten Handelsstreits zwischen China und den USA.

Hohe Bewertungen an den Finanzmärkten, die insbesondere durch sinkende Zinsen und einen anhaltend hohen Risikoappetit begründet sind, implizieren ein deutlich erhöhtes Risiko für Kurskorrekturen. Die aktuell hohen Bewertungen an den Aktienmärkten sind im Kon-

text des Niedrigzinsumfelds und der damit verbundenen Jagd nach Rendite mit Vorsicht zu geniessen, da diese stark von anhaltend niedrigen Zinsen abhängig sind. Mögliche Kurskorrekturen könnten im kommenden Jahr paradoxerweise sowohl durch positive als auch durch negative Konjunkturnachrichten ausgelöst werden: Kühlt sich die Konjunktur weiter ab, ist der geldpolitische Spielraum für weitere expansive Massnahmen sehr begrenzt. Kommt es hingegen zu einer nachhaltigen Konjunkturerholung, so könnte der (erwartete) Anstieg der Zinsen einen stärkeren negativen Effekt auf die Kurse (sowohl an Aktien- als auch Anleihenmärkten) auslösen als der gegenläufige Effekt der höheren Gewinn- und Wachstumserwartungen. In einem solchen Szenario käme es gewissermassen zur Umkehrung der Entwicklungen, welche das Kursfeuerwerk im Jahr 2019 geprägt haben.

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld verstärkt die Ungleichgewichte an den Finanzmärkten und ist mit grossen Herausforderungen für die Finanzmarktakteure verbunden. Die niedrigen Zinsen haben in den letzten Jahren wesentlich zum Aufbau von Ungleichgewichten beigetragen, u.a. durch steigende Immobilienpreise oder Anzeichen von zunehmender Überschuldung in vielen Sektoren und Ländern. Die erneute Abwärtsverschiebung der Zinsstrukturkurve war zwar im vergangenen Jahr mit positiven Bewertungseffekten sowohl an Aktien- als auch Anleihenmärkten verbunden, jedoch führt das noch niedrigere Zinsumfeld selbst dann zu steigenden Herausforderungen, wenn sich das Risiko einer Kurskorrektur nicht materialisiert. Niedrigere Zinsmargen und Renditeerwartungen führen nicht nur zu sinkender Profitabilität und Problemen im Vorsorgebereich, sondern treiben auch den Risikoappetit weiter in die Höhe.

Makroprudenzielle Aufsicht

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

17. Dezember 2019

Der Volkswirtschaftsmonitor Q1/2020 wird im März 2020 publiziert.