

## Volkswirtschaftsmonitor Q4/2020

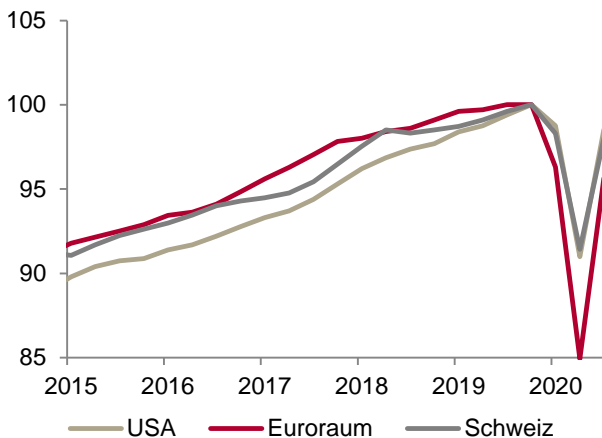
Wirtschaftliche Aktivität bleibt trotz starker Erholung im dritten Quartal deutlich unter Vorkrisenniveau – Entkoppelung der Finanzmärkte von den realwirtschaftlichen Entwicklungen setzt sich fort

*Die wirtschaftliche Aktivität sowie die Handelstätigkeit haben sich in den entwickelten Volkswirtschaften über die Sommermonate deutlich erholt, wenngleich die Verluste aus dem ersten Halbjahr nicht vollständig aufgeholt werden konnten. Wie stark sich die wirtschaftliche Erholung in den nächsten Monaten fortsetzt, ist stark von nationalen Pandemieeindämmungsmassnahmen und damit der Anzahl der Neuinfektionen abhängig. Frühindikatoren deuten auf eine regional unterschiedlich starke Erholung hin. Für eine kleine und offene Volkswirtschaft wie Liechtenstein wird die wirtschaftliche Erholung massgeblich davon abhängen, wie sich die Nachfrage bei den wichtigsten Handelspartnern entwickelt. Die geld- und fiskalpolitischen Massnahmen haben massgeblich dazu beigetragen, dass die Krise entsprechend abgefedert werden konnte. Hohe Bewertungen an den Aktien- und Anleihenmärkten sowie extrem niedrige Risikoprämien werden derzeit auf globaler Ebene von schwachen Fundamentaldaten im Unternehmenssektor, steigender Arbeitslosigkeit und einer Zunahme der Schulden im öffentlichen und privaten Sektor begleitet. Die Unsicherheit bleibt sowohl in Bezug auf die weitere realwirtschaftliche Erholung als auch aufgrund der zunehmenden Entkoppelung der Finanzmärkte von den realwirtschaftlichen Entwicklungen hoch. Liechtenstein ist aufgrund solider Fiskaldaten und der hohen Kapitalisierung des Finanzsektors aus der Sicht der Finanzstabilität weiterhin gut für die Herausforderungen der Zukunft gerüstet.*

## 1. Konjunkturelle Entwicklung

**Trotz der starken Erholung des globalen BIP-Wachstums im dritten Quartal bleibt die wirtschaftliche Aktivität weiterhin unter dem Niveau des Vorjahres.** Die Schweiz verzeichnete im dritten Quartal 2020 einen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 7,2% gegenüber dem Vorquartal, nachdem das BIP im ersten Halbjahr kumuliert um 8,6% gesunken war. Ähnliche Entwicklungen zeigen sich in den USA (+8,3% gegenüber dem Vorquartal) sowie im Euroraum, (+12,7%). Trotz der signifikanten Erholung im dritten Quartal bleibt das Level der wirtschaftlichen Aktivität damit weiterhin deutlich unter dem Vorkrisenniveau (Abb.1). Mit den steigenden Infektionszahlen wird ein erneuter Rückgang im vierten Quartal befürchtet, sodass die Effekte der stärksten Rezession der Nachkriegszeit noch länger zu spüren sein werden.

**Abb. 1: Bruttoinlandsprodukt**  
(Index, Q4 2019 = 100)



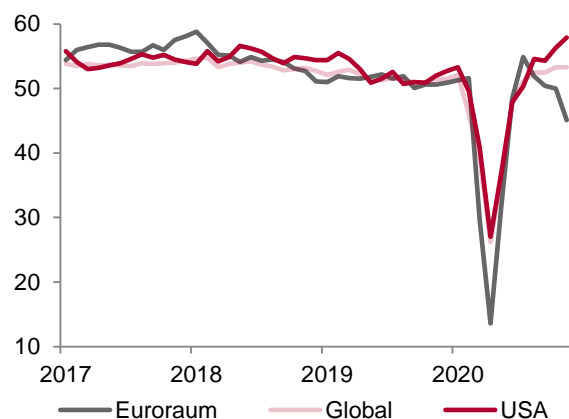
Quellen: Bloomberg, nationale Quellen.

**Auch der globale Handel hat sich im dritten Quartal stark erholt, konnte den Einbruch des ersten Halbjahres jedoch nicht vollständig aufholen.** Die Welthandelsaktivität, gemessen anhand der globalen Importe, verzeichnete im zweiten Quartal 2020 einen massiven Einbruch von 10,8%, bevor die Handelsaktivität im dritten Quartal um 12,5% zulegte. Damit liegen die globalen Güterimporte im dritten Quartal noch knapp 2% unter dem Vorkrisenniveau. Auffällig ist dabei

auch die ungleiche Erholung in den einzelnen Ländern und Regionen. Während die Importe in Schwellenländern um 7,9% zunahm, stiegen die Güterimporte in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften angetrieben von den USA (+15,1%) und dem Euroraum (+13,8%) im dritten Quartal noch stärker um 10,5%. Inwieweit sich die Erholung des globalen Güterhandels zum Jahreswechsel fortsetzt, hängt insbesondere von den politischen Massnahmen zur Eindämmung der globalen Pandemie ab.

**Auch die Frühindikatoren deuten auf eine regional unterschiedliche Erholung hin.** Monatliche Indikatoren, wie z.B. die Einkaufsmanagerindizes (PMI), deuten darauf hin, dass sich die wirtschaftliche Lage im Laufe des vierten Quartals insbesondere in den USA verbessert hat. Währenddessen hat sich das Geschäftsklima im Euroraum bereits im November – als Folge der neuen weitreichenden Eindämmungsmassnahmen – erneut deutlich eingetrübt (Abb. 2). Dies zeigt sich auch anhand des Ifo-Geschäftsklimaindex für Deutschland, welcher bereits von September auf Oktober um 0,5 Punkte auf 92,7 Punkte (saisonbereinigt) gesunken ist – der erste Rückgang nach fünf Anstiegen in Folge.

**Abb. 2: Einkaufsmanagerindizes (PMI)**  
(Diffusionsindex)



Quellen: Bloomberg, Markit.

**Auch in Liechtenstein erholte sich die Wirtschaft im dritten Quartal, die weitere Erholung bleibt jedoch stark von der externen Nachfrage abhängig.** Die vorläufige Erholung im dritten

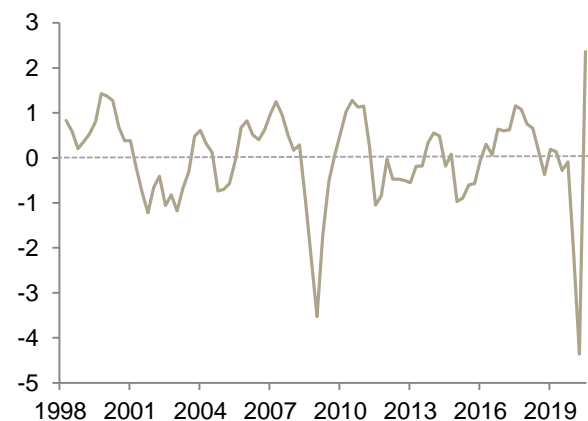
Quartal 2020 lässt sich an der liechtensteinischen Aussenhandelsstatistik ablesen. Im dritten Quartal beliefen sich die Exporte auf CHF 734 Mio. (Q2: CHF 538 Mio.) und die Importe auf CHF 401 Mio. (Q2: CHF 350 Mio.). Trotz dieser deutlichen Erholung lagen die Exporte im Jahresvergleich um 10,4% und die Importe um 13,0% unter den Werten des dritten Quartals 2019. Die gesamtwirtschaftliche Lage in Liechtenstein zeichnet ein ähnliches Bild. Der Konjunkturindikator „KonSens“ des Liechtenstein-Instituts tauchte im zweiten Quartal auf -4.5 Punkte, erholte sich aber im dritten Quartal aufgrund von Nachholeffekten deutlich auf +2.4 (Abb. 3). Schätzungen des Liechtenstein-Instituts gehen davon aus, dass die liechtensteinische Volkswirtschaft im ersten Halbjahr kumuliert um rund 18% geschrumpft ist. Trotz der starken Erholung im dritten Quartal – ein Wachstum von rund 14% gegenüber dem Vorquartal – bleibt die Konjunkturbilanz für das Gesamtjahr schwach. Aus heutiger Sicht könnte die liechtensteinische Volkswirtschaft – je nach weiterem Verlauf der Pandemie – in diesem Jahr zwischen 6% und 8,7% schrumpfen.<sup>1</sup> Obwohl dies einen deutlichen Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität bedeutet, ist der BIP-Rückgang in der aktuellen Krise mit jenem in anderen – deutlichen grösseren – europäischen Volkswirtschaften vergleichbar.<sup>2</sup>

**Die Auswirkungen der realwirtschaftlichen Verwerfungen auf den liechtensteinischen Finanzsektor halten sich bisher in Grenzen.** Nachdem die verwalteten Vermögen (AuM) im ersten Quartal auf konsolidierter Ebene deutlich zurückgingen (CHF -33 Mrd.), erholten sich diese im zweiten und dritten Quartal und lagen per Ende September nur noch um CHF 6,5 Mrd. unter dem Volumen von Ende 2019. Zieht man zusätzlich die Aufwertung des Schweizer Frankens in Betracht, liegen die AuM praktisch wieder auf Vorkrisenniveau. Im September 2020 wies der Bankensektor auf konsolidierter Ebene eine CET1-Ratio von 21,5% auf, ein Anstieg von rund 1,5 Prozentpunkten gegenüber Ende 2019. Die höhere

Kapitalisierung war u.a. durch ein Deleveraging der Kundenportfolios getrieben, da in der turbulenten Finanzmarktentwicklung Lombardkredite zurückgezahlt wurden. Die Rate an notleidenden Krediten (non-performing loans, NPL) stieg hingegen leicht von 0,6% am Jahresende 2019 auf 0,9% im dritten Quartal 2020. Im europäischen Vergleich bleiben Liechtensteins Banken damit weiterhin deutlich überdurchschnittlich kapitalisiert und haben eine tiefe Kreditausfallsquote.

**Abb. 3: Konjunkturindikator „KonSens“**

(Index)



Quelle: Liechtenstein-Institut.

**Neu verfügbare Zahlen zeigen, dass Liechtenstein im internationalen Vergleich sehr hohe Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E) aufweist.** Liechtenstein fällt in internationalen Vergleichen immer wieder durch die bemerkenswert hohe Innovationskraft der Volkswirtschaft auf, z.B. bei der Anzahl neu angemeldeter Patente relativ zur Bevölkerungszahl.<sup>3</sup> Kürzlich wurden vom Amt für Statistik zum ersten Mal international vergleichbare Zahlen zu den Ausgaben für F&E veröffentlicht. Insgesamt wurden in Liechtenstein im Jahre 2019 CHF 375,4 Mio. für F&E ausgegeben. Setzt man diese Ausgaben ins Verhältnis zur Grösse der Volkswirtschaft, so liegt Liechtenstein mit 5,6% des BIP international an

<sup>1</sup> Brunhart, A. (2020). [COVID-19 und die liechtensteinische Volkswirtschaft: Eine erste Jahresbilanz 2020](#), LI FOCUS 3/2020.

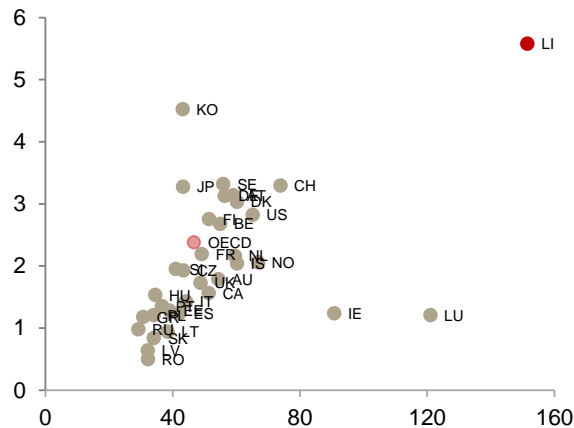
<sup>2</sup> Eine detailliertere Analyse zu diesem Thema ist im [Financial Stability Report 2020](#) enthalten (Box 1).

<sup>3</sup> Aktuelle Zahlen sind in folgender Publikation des Liechtenstein-Instituts verfügbar: Brunhart, A. (2020). [Wirtschafts- und Finanzdaten zu Liechtenstein](#).

der Spitze und noch vor den OECD-Ländern mit den höchsten Ausgaben für F&E, nämlich Israel (4,9%) und Südkorea (4,5%). Höhere Forschungsausgaben sind empirisch mit einer stärkeren Innovationskraft und daher höheren Pro-Kopf-Einkommen in einer Volkswirtschaft verbunden. Dieser Zusammenhang wird in Abb. 4 anhand von ausgewählten OECD-Ländern (und Liechtenstein) dargestellt. Während Länder wie Luxemburg und Irland hohe Einkommen pro Kopf relativ zu ihren F&E-Ausgaben aufweisen, liegt Liechtenstein sowohl beim Einkommen pro Kopf als auch bei den F&E-Ausgaben an der Spitze – und ist damit in diesem Korrelationsmuster kein Ausreisser. Auffallend ist jedoch, dass in Liechtenstein fast die gesamten F&E-Ausgaben auf die Privatwirtschaft entfallen (97,6%), während Ausgaben für Forschungseinrichtungen und staatliche F&E-Ausgaben im internationalen Vergleich sehr niedrig ausfallen.

**Abb. 4: F&E-Ausgaben und BIP/Kopf**

(y-Achse: F&E-Ausgaben in Prozent des BIP; x-Achse: BIP pro Kopf in Tausenden USD zu Kaufkraftparitäten)



Quellen: OECD, Amt für Statistik, eigene Berechnungen.

## 2. Inflation & Finanzmärkte

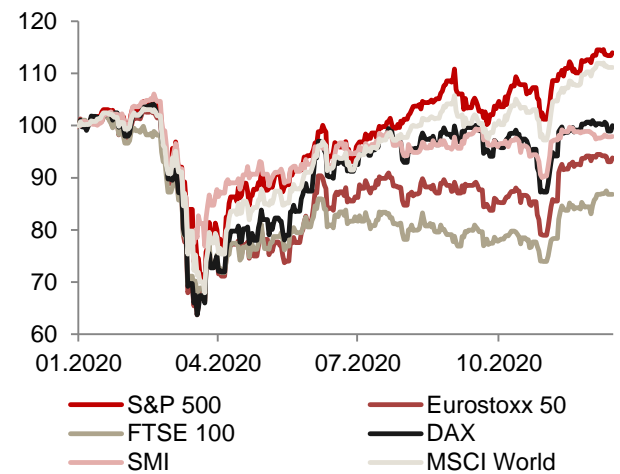
**Die grössten Zentralbanken haben den expansiven geldpolitischen Kurs weiter verstärkt.**

Die EZB stockte das Pandemie-bedingte Notankaufprogramm im Dezember um weitere EUR 500 Mrd. auf, während die US-Notenbank in ihrer

geldpolitischen Entscheidung weitere Anleihenkäufe in der Höhe von USD 120 Mrd. pro Monat ankündigte. Zudem wurde sowohl im Euroraum als auch in den USA die Forward Guidance verstärkt, dass die Zinsen noch sehr lange auf dem aktuellen niedrigen Level bleiben werden. Auch die SNB hielt an ihrem expansiven geldpolitischen Kurs fest und stellte klar, dass sie auch weiterhin Deviseninterventionen in Betracht ziehe, obwohl die Schweiz von den USA im Dezember offiziell als «Währungsmanipulator» klassifiziert worden war. Der Inflationsdruck bleibt indessen angesichts der Rezession sehr schwach: Die Inflationsrate in den Vereinigten Staaten betrug im November 1,2%, während das Preisniveau im Euroraum (-0,3%) und in der Schweiz (-0,7%) bereits zurückging.

**Abb. 5: Globale Aktienmärkte**

(Index 01.01.2020 = 100)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

**Trotz der Krise in der Realwirtschaft haben die US-Aktienmärkte neue Höchststände erreicht, die Erholung fällt jedoch nicht überall gleich stark aus (Abb. 5).**

Die Entkoppelung der Finanzmärkte von der realwirtschaftlichen Entwicklung bleibt eine heiss debattierte Frage. Gängige Indikatoren für die Bewertung von Aktienmärkten, wie z.B. das zyklisch bereinigte Kurs-Gewinn-Verhältnis, notieren auf sehr hohen Werten, die historisch nur kurz vor dem Platzen der DotCom-Blase übertroffen wurden. Die hohen Bewertungen sind angesichts der aktuellen Rezession und der hohen

Risiken im Unternehmenssektor durchaus überraschend und sind u.a. durch Rekordzuflüsse in globale Aktienfonds getrieben. Während auch die tiefen Risikoprämien auf eine zunehmende Entkopplung der Finanzmärkte von den realwirtschaftlichen Entwicklungen hindeuten, gibt es auch Argumente, welche die aktuellen Entwicklungen plausibel erklären können. So argumentieren beispielsweise Ökonomen der Banque de France<sup>4</sup>, dass die Bewertungen nicht von einer irrationalen Übertreibung (wie in früheren spekulativen Blasen) getrieben scheinen, wenn man das erwartete Gewinnwachstum, die Risikotoleranz und die niedrigen Zinsen berücksichtigt. Während der Aktienmarkt vor der "Internetblase" Ende der 1990er-Jahre einen "unabhängigen" Aufwärtstrend verzeichnete, gehen die hohen Bewertungen an den Aktienmärkten heute Hand-in-Hand mit den Entwicklungen am Anleihenmarkt, was auf keine Überhitzung des Aktienmarktes hindeuten würde. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) betont hingegen in ihrem aktuellen Quartalsbericht<sup>5</sup> die hohen Bewertungen angesichts der unsicheren realwirtschaftlichen Aussichten, die ungewöhnlich tiefen Zinsen an den Anleihenmärkten aufgrund einer starken Jagd nach Rendite, sowie die abgeschwächte Rolle von US-Staatsanleihen als «safe haven assets», weil sich Aktien- und Anleihenmärkte in den letzten Jahren zunehmend in dieselbe Richtung bewegt haben.

### 3. Risiken

**Die realwirtschaftlichen Aussichten haben sich insgesamt verbessert, die Unsicherheit bleibt jedoch hoch.** Die zukünftige Entwicklung hängt insbesondere von der Anzahl an Neuinfektionen ab, ob die Massnahmen zur Eindämmung der Pandemie wieder verschärft werden müssen und ab wann eine Impfung im grossen Stil zur Verfügung steht. Ein erneuter Lockdown in Europa und den USA würde die Realwirtschaft schwer treffen und zu einem weiteren Nachfrageschock führen. Der nichtfinanzielle Sektor ist auf globaler Ebene derzeit von steigender öffentlicher und

privater Verschuldung sowie geschwächten Fundamentaldaten bei Unternehmen und privaten Haushalten geprägt. Auch der erwartete Anstieg an Unternehmensinsolvenzen nach Auslaufen der fiskalischen Massnahmen und der Anstieg der Arbeitslosenquoten geben Anlass zur Sorge und lassen erwarten, dass die realwirtschaftliche Erholung eher schleppend ausfallen wird.

**Hohe Bewertungen an den Finanzmärkten, sinkende Profitabilität sowie ein möglicher Anstieg bei Kreditausfällen stellen für den Finanzsektor eine Herausforderung dar.** Falls der Risikoappetit der Anleger abnimmt oder die hohen realwirtschaftlichen Kosten der Krise in den nächsten Quartalen sichtbar werden, können die Risikoprämien ansteigen und somit entsprechende Kurskorrekturen verursachen. Während die fiskal- und geldpolitischen Massnahmen die Krise abgefedert haben, wird die Tragbarkeit der steigenden Schulden – sowohl im öffentlichen als auch im privaten Bereich – mittelfristig ebenfalls in den Fokus rücken. Die weltweite Verschuldung wird gemäss Berechnungen des Institute of International Finance (IIF) bis Ende 2020 auf USD 277 Bio. oder 365% des globalen BIP ansteigen.

**Trotz der hohen Unsicherheit auf globaler Ebene 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 inländische Finanzsektor ist gut kapitalisiert und die Staatsfinanzen stehen auf einer soliden Basis. Der leichte Anstieg an notleidenden Krediten, wenngleich von sehr niedrigem Niveau, zeigt aber, dass die Risiken auch in Liechtenstein weiterhin genau beobachtet werden müssen.

---

18. Dezember 2020

*Der Volkswirtschaftsmonitor Q1/2021 wird im März 2021 publiziert.*

---

<sup>4</sup> Chatelais, N. and Stalla-Bourdillon, A. (2020). [What are the factors behind current high stock market valuations?](#), Banque de France, Post #189.

<sup>5</sup> BIZ (2020). [BIS Quarterly Review. International banking and financial market developments](#), December 2020.