

Volkswirtschaftsmonitor Q2/2020

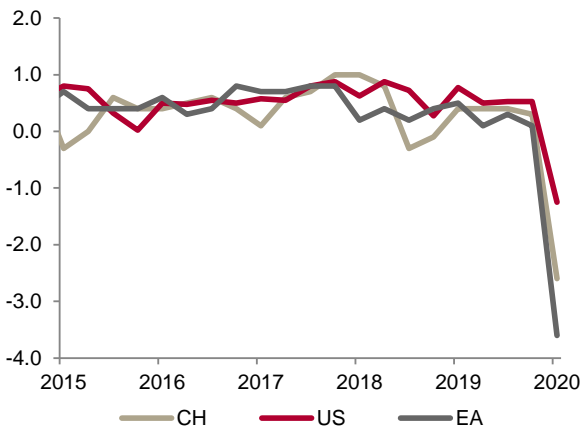
Realwirtschaftliche Aussichten trüben sich seit März weiter ein, die gleichzeitige Erholung an den Finanzmärkten birgt daher hohe Risiken

In den letzten Wochen verschob sich die Aufmerksamkeit mehr und mehr von den Finanzmarkturbulzen in Richtung der langfristigen realwirtschaftlichen Auswirkungen der COVID-19 Pandemie. In Liechtenstein erwarten wir aufgrund der Offenheit der Volkswirtschaft und der wichtigen Rolle von Investitionsgütern in der Exportstruktur einen starken Wirtschaftseinbruch, der sich jedoch in Bezug auf die Beschäftigung deutlich schwächer auswirken dürfte. Die Finanzmärkte haben vor dem Hintergrund der geld- und fiskalpolitischen Massnahmen einen Grossteil ihrer Verluste wieder wettgemacht und sich damit zunehmend von den realwirtschaftlichen Entwicklungen entkoppelt. Dies birgt Risiken, wenn der Risikoappetit der Anleger wieder abnimmt oder die hohen realwirtschaftlichen Kosten der Krise langsam sichtbar werden. Das aktuelle Finanzmarktumfeld, das durch die Erwartung niedrigerer Zinsen, hohe Bewertungen an den Finanzmärkten und steigende Kreditrisiken geprägt ist, ist für Banken, Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds besonders herausfordernd. Auch die Schuldennachhaltigkeit, sowohl im öffentlichen als auch im privaten Sektor, dürfte in den nächsten Monaten wieder verstärkt in den Fokus rücken. Der liechtensteinische Finanzplatz ist jedoch weiterhin gut für die Krise gerüstet: Einerseits dürften die Effekte hierzulande schwächer ausfallen als in anderen Ländern, weil die nicht-finanziellen Unternehmen gut kapitalisiert sind und somit mit weniger Insolvenzen und einem geringeren Anstieg der Arbeitslosigkeit gerechnet werden kann. Andererseits ist der Bankensektor deutlich überdurchschnittlich kapitalisiert und könnte mögliche Verluste entsprechend abfedern.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Das Herunterfahren der Wirtschaft aufgrund der Coronavirus-Pandemie führt zur stärksten Rezession seit den 1930er-Jahren. Obwohl Europa (und auch die USA) erst im März von der COVID-19 Pandemie erfasst wurden, zeigt sich bereits im ersten Quartal ein deutlicher Einbruch der Wirtschaftsaktivität. Im Euroraum schrumpfte das BIP um -3,6% gegenüber dem Vorquartal, auch in der Schweiz (-2,6%) und in den Vereinigten Staaten (-1,3%) wurden bereits negative Wachstumszahlen verzeichnet (Abb. 1). Für das Gesamtjahr 2020 revidierte der Internationale Währungsfonds (IWF) in seinem Update des World Economic Outlook im Juni seine Erwartung für das globale Wachstum um weitere 1,9 Pp. nach unten und geht nun von -4,9% aus. In den USA soll das BIP um -8,0% fallen, im Euroraum wird ein Rückgang um -10,2% prognostiziert.

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



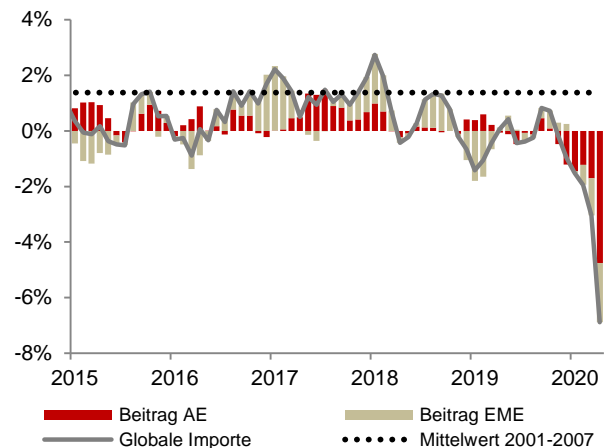
Quelle: Bloomberg, nationale Quellen.

Während der Tiefpunkt der wirtschaftlichen Aktivität vorerst durchschritten sein dürfte, werden die Effekte der Rezession noch lange spürbar sein. Ein besonderes Merkmal der Corona-Krise ist die Tatsache, dass die Weltwirtschaft durch den Lockdown von einem gleichzeitigen Angebots- und Nachfrageschock getroffen wurde. Mit der Ausbreitung des Virus in China wurden bereits im Januar wichtige globale Lieferketten unterbrochen, was einem negativen Ange-

botsschock gleichkam. Ein weiterer Schock, sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite, folgte durch die Schliessung von Geschäften und Unternehmen sowie das weitgehende Stillstehen des öffentlichen Lebens während des Lockdowns. Zudem wird es mit grosser Wahrscheinlichkeit nach der Überwindung der gesundheitlichen Krisensituation zu einem weiteren schweren Nachfrageschock kommen, der durch die angestiegene Arbeitslosigkeit und die damit verbundene gesunkene Kaufkraft ausgelöst wird. Das wahrscheinlichste Szenario ist daher eine Erholung in Form eines „unvollständigen V“: Nach Aufhebung der Beschränkungen kommt es zu einer starken, aber unvollständigen Erholung. Das Vorkrisenniveau der wirtschaftlichen Aktivität wird hingegen erst viel später erreicht, gemäss aktuellen Erwartungen nicht vor Ende 2021.

Der globale Handel ist durch die Rezession und die unterbrochenen Lieferketten im März und April massiv eingebrochen. Zwar wurden bereits vor dem Höhepunkt der Krise rund um den Jahreswechsel vor dem Hintergrund der schwächelnden Konjunktur negative Welthandelwachstumsraten verzeichnet, jedoch hat sich diese negative Entwicklung im März und April noch einmal deutlich verstärkt (Abb. 2). Die globalen Güterimporte lagen im April um 16% niedriger als im Vorjahresmonat.

Abb. 2: Globaler Güterhandel
(3m-o-3m Wachstumsraten in Prozent)

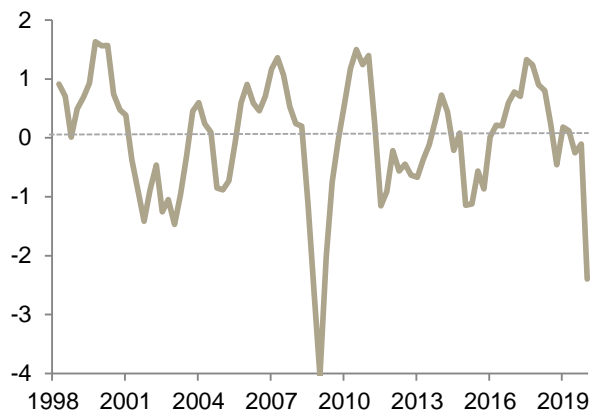


Quelle: CPB Netherlands, eigene Berechnungen.

Auch die liechtensteinische Volkswirtschaft wurde bereits im ersten Quartal stark getroffen. Der Konjunkturindikator des Liechtenstein-Instituts („KonSens“) verzeichnete im ersten Quartal den stärksten Quartalseinbruch seit Beginn der Zeitreihe und fiel auf einen Wert von -2.4 – den tiefsten Wert seit der Finanzkrise (Abb. 3). Der deutlich negative KonSens-Wert zeigt an, dass Wachstum und gesamtwirtschaftliche Auslastung in Liechtenstein im historischen Vergleich sehr schwach sind. Für das zweite Quartal wird ein weiterer Einbruch befürchtet, da sich die Pandemie in Liechtenstein erst in der zweiten März-Hälfte ausgebreitet hat. Liechtenstein ist nicht nur durch die niedrigere Binnennachfrage stark betroffen (z.B. durch die Schliessung von Restaurants, Geschäften etc.), sondern ist als kleine und offene Volkswirtschaft auch sehr abhängig von der externen Nachfrage. Die Erholung hierzulande wird also massgeblich davon abhängen, wie erfolgreich die fiskalpolitischen Massnahmen der Regierungen in den wichtigsten Exportmärkten wirken.

Abb. 3: Konjunkturindikator „KonSens“

(Index)



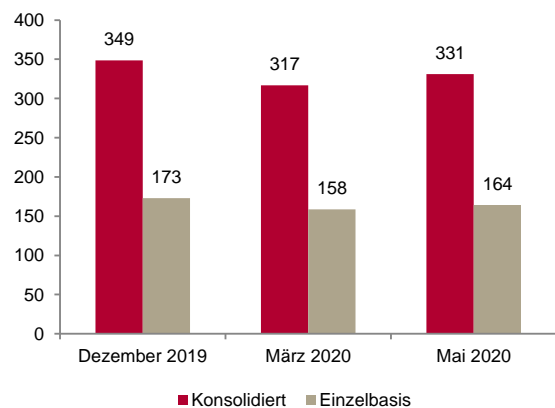
Quelle: Liechtenstein-Institut.

Die Auswirkungen auf den liechtensteinischen Finanzsektor halten sich bisher sehr in Grenzen. Als Reaktion auf die Ausbreitung der Pandemie und den damit verbundenen Wirtschaftseinbruch hat die FMA Umfragen in allen Finanzmarktsektoren durchgeführt, im Bankensektor wurde zusätzlich ein monatliches ad-hoc

Reporting eingeführt. Die Ergebnisse sind erfreulich: Der Finanzsektor ist weiterhin stabil, die Auswirkungen auf die wichtigsten Risikokennzahlen sind sehr begrenzt. Im Bankensektor hatten die Finanzmarkturbulenzen im März und April so gut wie keine Auswirkungen auf die relevanten Solvenz- und Liquiditätskennzahlen. Zurückgegangen sind hingegen die verwalteten Vermögen der Banken. Auf konsolidierter Ebene sanken diese vor dem Hintergrund der Kursverluste per Ende März auf CHF 317 Mrd. und damit um knapp 10% gegenüber Jahresende 2019 (Abb. 4). Zwar war aufgrund der Finanzmarkterholung per Ende Mai bereits knapp die Hälfte des Rückgangs wieder wettgemacht, jedoch werden die tieferen verwalteten Vermögen trotzdem negativ auf die Erträge drücken. Daneben muss im Bankensektor mit gewissen Zweitrundeneffekten gerechnet werden, wenn die Arbeitslosenquote steigt oder vermehrt Unternehmen insolvent werden. Aufgrund der niedrigen Fremdfinanzierung des liechtensteinischen nicht-finanziellen Unternehmenssektors erwarten wir jedoch hierzulande schwächere negative Effekte als in anderen Ländern, der Finanzsektor scheint daher – auch wegen der überdurchschnittlichen Kapitalisierung – gut für die Herausforderungen gerüstet.

Abb. 4: Verwaltete Vermögen im liechtensteinischen Bankensektor

(CHF Mrd.)



Quelle: FMA (vorläufige Zahlen).

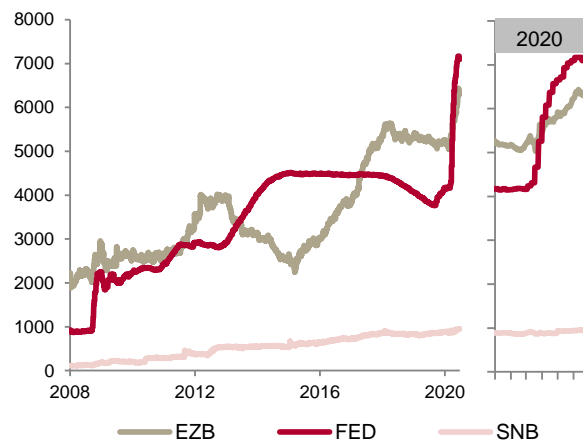
2. Inflation & Finanzmärkte

Die Aktienmärkte haben einen Grossteil ihrer Verluste von März und April wieder aufgeholt.

Trotz der Abwärtsrevisionen der realwirtschaftlichen Aussichten auf globaler Ebene haben die wichtigsten Aktienmärkte seit Ende März eine deutliche Erholung verzeichnet. Der US-amerikanische S&P 500 und der SMI lagen zuletzt nur noch etwa 10% unter ihren Höchstständen vom Februar dieses Jahres. Auch die implizite erwartete Volatilität sank seit Mitte März wieder deutlich, blieb jedoch weiterhin auf einem höheren Niveau als vor Ausbruch der Pandemie, die Unsicherheit bleibt also hoch.

Abb. 5: Bilanzsummen der Zentralbanken

(USD Mrd.)



Quelle: Bloomberg.

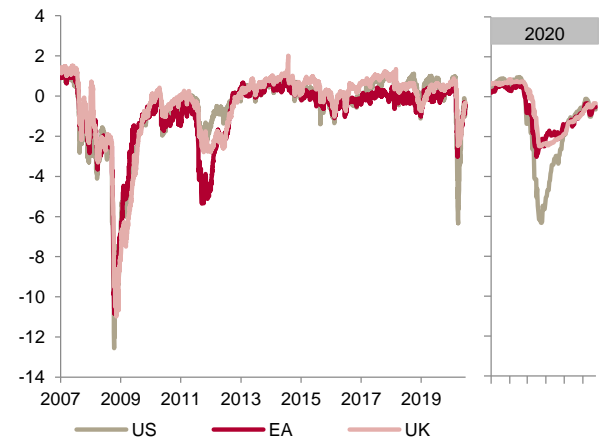
Die US-Notenbank Fed reagierte mit noch nie dagewesenen Massnahmen auf die Krise, auch die EZB gestaltete ihre Geldpolitik noch expansiver.

Neben den (ausserplanmässigen) Zinssenkungen um 1,5 Pp. (auf 0-0,25%) im März umfassten die geldpolitischen Massnahmen der Fed u.a. auch ein unlimitiertes Anleihenankaufprogramm (hauptsächlich US Treasuries und Mortgage-Backed Securities), Swap-Lines mit den wichtigsten Zentralbanken sowie Bereitstellung von Liquidität am Kapitalmarkt, um die Finanzierung von Unternehmen zu erleichtern. Mit all diesen Massnahmen pumpte die Fed seit Februar mehr als USD 3 Billionen in den Markt – und damit in vier Monaten fast gleich viel,

wie in den Jahren 2008-2015 nach der Lehman-Pleite bei nachfolgenden Notmassnahmen und drei Runden der quantitativen Lockerungen insgesamt (Abb. 5). Auch die EZB reagierte mit einem umfangreichen Massnahmenpaket auf den wirtschaftlichen Einbruch und den Rückgang der Inflation. Kernpunkt der geldpolitischen Antwort ist das zusätzliche Notankaufprogramm, wodurch das Eurosystem bis Juni 2021 Anleihen im Wert von EUR 1,35 Billionen ankaufen wird. Diese Entscheidung war durch weitere Massnahmen begleitet, wie z.B. eine günstigere Finanzierung von Banken, die nachgewiesenermassen Kredite an die Realwirtschaft vergeben, oder die Erhöhung des Freibetrages für den Bankensektor in Bezug auf Negativzinsen. Insgesamt fiel das Massnahmenpaket der EZB jedoch kleiner aus als jenes jenseits des Atlantiks. Auch die SNB nahm mit der Erhöhung des Freibetrages, für den die Banken keine Negativzinsen bezahlen müssen, etwas Druck vom Bankensektor weg, zudem war die SNB wieder vermehrt mit Fremdwährungsinterventionen aktiv, um die Aufwertung des Schweizer Frankens etwas abzufedern.

Abb. 6: Finanzierungsbedingungen

(Indizes)



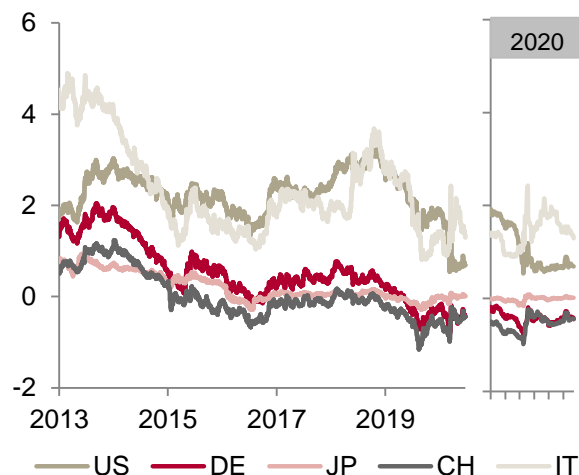
Quelle: Bloomberg. Ein niedrigerer Wert deutet auf eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen hin (erschwerter Zugang zu Krediten, höhere Risikoprämien).

Die Massnahmen der Notenbanken haben zu einer Beruhigung an den Finanzmärkten geführt. Der Ausbruch der Pandemie führte gegen Ende März zu einer deutlichen Verschärfung der

Finanzierungsbedingungen, insbesondere in den USA (Abb. 6). Damit wurde es für Finanzmarktteilnehmer schwieriger und teurer, an Kredite zu kommen. Die Risikoprämien von Anleihen für Schwellenländer, aber auch für Unternehmensanleihen in den Industrieländern schossen deutlich in die Höhe. Steigende Risikoprämien können den geldpolitischen Transmissionsmechanismus behindern und damit die Rezession verstärken. Mit den schnellen Reaktionen der Zentralbanken hat sich die Situation wieder deutlich beruhigt, die Finanzierungsbedingungen haben sich seit Anfang März wieder gelockert, die Risikoprämien sind zurückgegangen.

Abb. 7: Renditen auf 10-j. Staatsanleihen

(Prozent)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

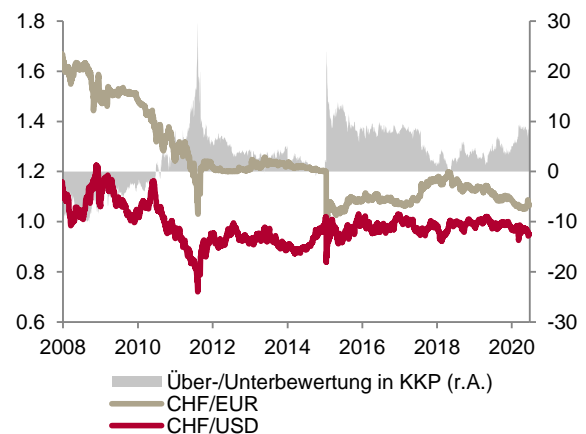
Die fiskalpolitischen Reaktionen sollen die Krise abfedern, führen aber auch zu steigenden Risiken der öffentlichen Haushalte in Bezug auf die Schuldennachhaltigkeit. Während die Realwirtschaft in der globalen Finanzkrise nur indirekt durch fallende Vermögenswerte und eine Kreditklemme mit einer sinkenden Nachfrage konfrontiert war, treffen die aktuellen Nachfrage- und Angebotsschocks direkt die Realwirtschaft. Die Bewältigung der Krise liegt daher in erster Linie bei den Regierungen, während die Zentralbanken die fiskalpolitischen Massnahmen im Hintergrund durch günstige Refinanzierungsbedingungen unterstützen können. Dementsprechend stark fiel die fiskalpolitische Antwort in den

meisten Ländern zur Finanzierung von Kurzarbeit, direkte Unterstützungen von Unternehmen oder Kreditgarantien aus. Während eine starke fiskalische Antwort wichtig ist, um eine schnelle Erholung zu ermöglichen, ist die Kehrseite der Medaille ein massiver Anstieg der Defizite und Schuldenstände der öffentlichen Haushalte. Laut IWF verzeichnen die USA dieses Jahr ein Defizit von 23,8% des BIP, die Schuldenquote steigt damit auf 141% des BIP. Im Euroraum steigt die Verschuldung auf 105% des BIP, in Frankreich auf 126% und in Italien auf 166%. Die Renditen auf längerfristige Anleihen sind auch aus diesem Grund zwischenzeitlich angestiegen, zuletzt aber aufgrund der geldpolitischen Massnahmen wieder gesunken (Abb. 7). Die Schuldennachhaltigkeit wird jedoch bald wieder zum Thema werden.

Durch die hohe Unsicherheit und das Sinken des Zinsdifferenzials zum Euroraum hat sich der Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken wieder verstärkt. Die Bewegungen an den Finanzmärkten haben in den letzten Monaten dazu geführt, dass das Zinsdifferenzial zwischen deutschen und schweizerischen Staatsanleihen auf praktisch null gefallen ist (Abb. 7). Zusammen mit der allgemeinen Unsicherheit, welche den Schweizer Franken Währungsraum wieder als sicheren Hafen gefragt macht, führte dies zu steigendem Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken (Abb. 8).

Abb. 8: CHF-Wechselkurse

(CHF pro Fremdwahrung; Prozent)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

3. Risiken

Die realwirtschaftlichen Aussichten haben sich seit März noch einmal eingetrübt, auch Liechtenstein wird von diesem globalen Schock stark betroffen sein. Der IWF hat seine globale Prognose im Juni noch einmal deutlich nach unten revidiert. Der synchronisierte Wachstumseinbruch hat für die kleine und exportorientierte liechtensteinische Volkswirtschaft massive Auswirkungen. Ein grosser Teil der liechtensteinischen Direktexporte besteht aus Investitionsgütern, die besonders konjunkturabhängig sind. Deshalb ist für Liechtenstein ein stärkerer Export- und BIP-Rückgang als in den Nachbarländern zu erwarten. Gleichzeitig dürften die Unternehmen hierzulande aufgrund ihrer relativ niedrigen Verschuldung robuster sein, als dies in anderen Ländern der Fall ist. Die führenden Industrieunternehmen, die hochspezialisierte Nischen bedienen, dürften auch beim Abbau von Mitarbeitenden zurückhaltend sein, weil die Suche von neuen Arbeitskräften nach der Krise schwierig und kostenintensiv ist. In der Finanzkrise fiel der BIP-Einbruch in Liechtenstein daher zwar sehr stark aus, hatte jedoch nur sehr schwache Effekte auf die Beschäftigung. Vor diesem Hintergrund könnten auch die Zweitrundeneffekte aufgrund von Unternehmensbankrotten und einem Anstieg der Arbeitslosigkeit hierzulande schwächer ausfallen als in anderen Ländern.

Die zunehmende Entkoppelung der Finanzmärkte von den realwirtschaftlichen Entwicklungen ist ein zusätzlicher Unsicherheitsfaktor. Die starke Erholung an den Aktienmärkten wird von einem dramatischen konjunkturellen Abschwung begleitet und widerspiegelt damit kaum die realwirtschaftlichen Entwicklungen. Der hohe Risikoappetit der Anleger dürfte insbesondere durch die starken Interventionen der Zentralbanken getrieben sein. Die hohen Bewertungen 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.

Die Schuldennachhaltigkeit wird verstärkt in den Mittelpunkt rücken. Durch die Krise sind die Verschuldungsquoten sowohl im öffentlichen wie auch im privaten Bereich massiv angestiegen, was zu einer erhöhten Verwundbarkeit gegenüber abrupten Zinsanstiegen oder anderen makroökonomischen Schocks führt. Die Risiken dieser Entwicklungen sind vielfältig und können sich beispielsweise in einer erneuten Fragmentierung innerhalb des Euroraums oder zunehmenden Verlusten in den Bilanzen global tätiger Banken materialisieren.

Während die Finanzstabilitätsrisiken auf globaler Ebene zunehmen, ist die Lage in Liechtenstein weiterhin stabil. Vor dem Hintergrund des Anstiegs an Insolvenzen und der Arbeitslosigkeit und den damit verbundenen Verlusten im Kreditportfolio sprach die US-Notenbank Fed vergangene Woche eine Beschränkung von Dividendenausschüttungen und ein Verbot von Aktienrückkäufen in den USA bis Jahresende aus. In Europa hat der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) ebenfalls eine Empfehlung ausgesprochen, die ein Verbot von Dividendenausschüttungen, Aktienrückkäufen und der Auszahlung von variablen Lohnbestandteilen vorsieht. Die Empfehlung zielt darauf ab, die Eigenmittel der Banken zu stärken und somit eine Kreditklemme zu verhindern. Während diese Massnahmen auf europäischer Ebene zu begrüessen sind, damit der Bankensektor die Erholung der Realwirtschaft unterstützen kann, scheint der liechtensteinische Finanzsektor auch ohne diese Beschränkungen gut für die kommenden Herausforderungen gerüstet: Zum einen ist der Bankensektor im internationalen Vergleich deutlich überdurchschnittlich kapitalisiert, zum anderen dürften die negativen Effekte auf die Profitabilität schwächer ausfallen als in anderen Ländern.

Makroprudenzielle Aufsicht

Martin Gächter, martin.gaechter@fma-li.li
Martin Meier, martin.meier@fma-li.li

30. Juni 2020

Der Volkswirtschaftsmonitor Q3/2020 wird im September 2020 publiziert.