



Volkswirtschaftsmonitor

Nr. 13 / April 2015

Internationale Wachstumsperspektiven

Die Konjunkturperspektiven haben sich weltweit verbessert. Niedrigere Ölpreise und die geldpolitische Lockerung durch die Europäische Zentralbank (EZB) und andere Zentralbanken stimulieren die Wirtschaft und führen zu einer Verbesserung der wirtschaftlichen Aussichten.

Seit Juni letzten Jahres hat sich der in US-Dollar gerechnete Ölpreis in etwa halbiert. In erdölimportierenden Ländern wirkt dies wie eine Senkung der Verbrauchssteuer. Gemäss Angaben der OECD haben in den vergangenen drei Monaten zudem 26 Zentralbanken, die zusammen genommen etwa 48% der weltweiten Wirtschaftsleistung repräsentieren, die Geldpolitik weiter gelockert, entweder indem sie die Zinsen gesenkt haben oder durch Käufe von Anleihen und anderen Wertpapieren.

Der Konjunkturausblick für den Euro-Raum hat sich aufgehellt. Die Mehrzahl der vorlaufenden Indikatoren hat auf der positiven Seite überrascht, so etwa die vorläufigen Umfrageergebnisse unter den Einkaufsmanagern in der Industrie und im Dienstleistungsbereich für den Monat März. Der Purchasing Managers' Index ist im März auf den höchsten Wert seit fast vier Jahren gestiegen.

Die Perspektiven für den privaten Verbrauch haben sich aufgehellt. Das Konsumentenvertrauen hat sich im März im Euro-Raum zum vierten Mal nacheinander verbessert; der Anstieg ist geographisch auf breiter Basis unterlegt. Bereits konnte ein Anstieg der Einzelhandelsumsätze um 1,1% gegenüber dem Vormonat im Januar verzeichnet werden, der stärkste monatliche Anstieg seit Mai 2013.

Die Zahl der Arbeitslosen im Euro-Raum ist weiterhin hoch, bei etwas über 18 Millionen. Aber im

vergangenen Jahr ist sie um immerhin 900 000 gefallen, was dazu beigetragen hat, dass die Arbeitslosenrate von 12,1% im Mai 2013 auf 11,2% im Januar 2015 gefallen ist, was den privaten Verbrauch begünstigt.

Die Frankenaufwertung infolge der Aufhebung des Mindestkurses belastet die Schweizer Konjunktur. Der reale Wechselkursindex des Frankens (exportgewichtet gegenüber 40 Handelspartnern) stieg gemäss Angaben des SECO im Januar 2015 im Vormonatsvergleich um 7,5%. Damit legte dieser Index innerhalb eines Monats so stark zu wie nie zuvor. Seither hat der Franken gegenüber einigen Währungen wieder etwas an Wert verloren. Die Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro blieb hingegen bis Ende März mit rund 10% nach wie vor beachtlich.

Das SECO rechnet dennoch nicht mit einer über mehrere Quartale hinweg rückläufigen Wirtschaftstätigkeit. Das BIP-Wachstum der Schweizer Wirtschaft wird 2015 voraussichtlich 0,9% betragen und im Jahr 2016 bei 1,8% liegen. Die Aufhellung der Konjunkturperspektiven im Euro-Raum sowie eine positive Netto-Zuwanderung spielen gemäss SECO eine wichtige konjunkturstützende Rolle und dürften dazu beitragen, die Wachstumsabschwächung zu begrenzen.

Es ist damit zu rechnen, dass sich die konjunkturelle Dynamik Liechtensteins in Folge der Aufhebung des Mindestkurses abschwächen wird. Die Warenexporte sind im Jahr 2014 um 2,5% gestiegen. Die projektierten Baukosten haben im gleichen Zeitraum um 2,5% zugelegt. Die Zahl der Logiernächte hat sich im Jahr 2014 um 2,7% reduziert, während die Zahl der neu zugelassenen Motorfahrzeuge um 3,7% gegenüber dem Vorjahr gefallen ist.

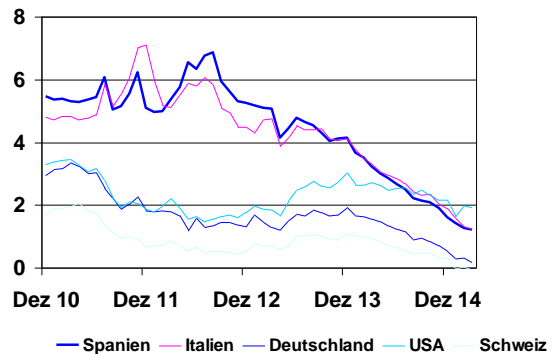
Zinsen und Inflation

Seit Anfang Jahr sind die Marktzinsen weiter gefallen. In den wichtigsten Industrieländern, wie den USA oder Deutschland, sind die Zinsen von 10-jährigen Staatsanleihen seit Jahresbeginn um zwischen 30 und 40 Basispunkte gefallen, in Italien sind sie sogar um 60 Basispunkte gesunken und in Portugal liegen sie derzeit knapp 100 Basispunkte niedriger als zu Beginn des Jahres.

Der Rückgang der Renditen ist auch auf die EZB und ihr Ankaufprogramm für Staatsanleihen zurückzuführen, das im März begonnen hat. Die Ankäufe sollen mindestens bis September 2016 und in jedem Fall so lange erfolgen, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die im Sinne mit ihrem 2%-Zielwert steht.

Abbildung 1: Marktzinsen sind weiter gesunken

- 10-Jahresrenditen auf Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg

Nach der Aufhebung des Mindestkurses durch die Schweizer Nationalbank Anfang des Jahres hat sich die Zinsstrukturkurve nach unten verschoben, wobei Renditen kürzerer Laufzeiten besonders stark nachgaben. Derzeit rentiert die 10-jährige Bundesanleihe bei -0,08%.

Die jährliche Inflationsrate im Euro-Raum ist im März auf -0,1% gestiegen, nach -0,3% im Februar. Der niedrige Ölpreis sorgt im Vorjahresvergleich erneut für billigere Preise für Energie, die um 5,8% unter dem Niveau des Vorjahres lagen. Es ist damit zu rechnen, dass die Inflationsrate auch in den kommenden Monaten weiter im negativen Bereich oder nur knapp über Null verweilen wird. Selbst wenn der Ölpreis nicht mehr weiter sinkt – inzwischen hat er seit Januar sein Tief von rund 45 US-Dollar hinter sich gelassen und liegt nunmehr bei 56 US-Dollar – verbleibt im Vorjahresvergleich noch ein negativer Basiseffekt.

In der Schweiz stiegen die Konsumentenpreise im März um 0,3% gegenüber dem Vormonat. Im Vergleich zum Vorjahresmonat betrug die Teuerung damit -0,9%, verglichen mit Jahresraten von -0,8% im Februar 2015 und von 0,0% im März 2014. Das SECO rechnet für 2015 mit einem Rückgang der Konsumentenpreise um 1,0%, aber mit einer positiven Rate von 0,3% im Jahr 2016.

Risiken

Es ist eine zunehmende Entkoppelung festzustellen zwischen der moderat wachsenden Realwirtschaft einerseits und stark positiven Signalen von den Finanzmärkten andererseits.

Die Entkoppelung wurde in den vergangenen Monaten auch durch den Rückgang der Ölpreise akzentuiert, welche das Wirtschaftswachstum zwar stützt, aber auch die zurückgehende Inflation („Disinflation“), die weltweit bereits seit langem zu beobachten war, verstärkt und in verschiedenen Ländern die Gefahr einer Deflationsphase mit fallenden Preisen mit sich bringt.

Die Nominalzinsen sind ausserordentlich niedrig und in vielen Ländern inzwischen negativ. In einer Umfrage gaben kürzlich vier von fünf Fondsmanagern an, dass ihrer Meinung nach der globale An-

leihenmarkt überbewertet sei und sich in einer Blase befinde, welche zu platzen drohe und in eine ungeordnete Verkaufswelle münden könnte.¹

Die niedrigen Marktzinsen können die Krisenanfälligkeit verstärken. Sie laufen auf längere Sicht Gefahr, exzessive Finanzrisiken anzuregen, indem Investoren dazu verleitet werden, einen immer höheren Teil ihrer Portfolios in risikoreiche Anlagen zu investieren und sich dabei zu verschulden. Bislang ist es der expansiven Geldpolitik zudem kaum gelungen, die realwirtschaftliche Investitionstätigkeit anzuregen.

Es besteht auch die Gefahr, dass Marktteilnehmer die Risiken unterschätzen, die mit einer abnehmenden Liquidität an Sekundärmärkten verbunden sind. Im Krisenfall könnte diese einen Rückgang der Kurse von Anleihen bzw. einen Anstieg der Marktzinsen akzentuieren. Schätzungen suggerieren, dass abgesehen von den liquidesten Anleihen nur noch 2% des Anleihenmarktes wirklich liquide und geeignet für den elektronischen Handel ist.² Der Handel („Market making“) konzentriert sich zunehmend auf die liquidesten Wertpapiere und verringert sich markant in den weniger liquiden Segmenten.³

Der griechischen Regierung bleibt nur noch wenig Zeit, um die Auszahlung von Geldern der internationalen Institutionen zu erreichen. Es geht um eine Tranche von EUR 7,2 Mrd. aus Griechenlands zweitem Bail-Out. Diese Gelder werden benötigt, damit das Land seinerseits seinen Verpflichtungen

¹ Financial Times „Global fund managers warn of a bond bubble“, 22. März 2015.

² Global Risk Regulator, „Regulators' alarm rises on secondary market liquidity“, März 2015.

³ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich „Shifting tides – market liquidity and market-making in fixed income instruments“, BIS Quarterly Review, März 2015.

nachkommen kann. Es ist unklar, wie lange die liquiden Mittel des Landes noch reichen werden, doch ist eindeutig, dass die jüngste erneute Verschärfung der Krisensituation der griechischen Wirtschaft und dem öffentlichen Haushalt schadet. Damit nimmt die Gefahr eines Austritts Griechenlands aus der Währungsunion zu. Welche Konsequenzen dies hätte, kann niemand sicher sagen, doch die Wahrscheinlichkeit, dass es kurzfristig zu Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten kommen würde, ist signifikant.

Makrorisiko: Unverändert. Die Konjunkturperspektiven haben sich verbessert und die Arbeitslosigkeit im Euro-Raum nimmt ab, doch liegt sie noch immer auf einem hohen Niveau. Die Situation in Griechenland ist zudem besorgniserregend.

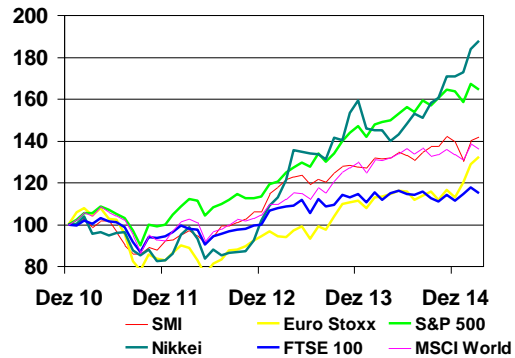
Der IWF warnt vor einer längeren Periode mit weltweit niedrigem Wirtschaftswachstum und weist auf die Gefahr zunehmender Finanzinstabilität hin. Diese geht von einigen Schwellenländern aus, die sich in hohem Masse in US-Dollar verschuldet haben und nun durch seine anhaltende Aufwertung beeinträchtigt sind.

Preisänderungsrisiko: Unverändert. Die Preisänderungsraten in der Schweiz wie auch im Euro-Raum liegen weit unter den Zielwerten der Zentralbanken von 2%. Angesichts der vielfach hohen Verschuldung könnte eine längere Deflationsphase verheerende Folgen für die europäische Wirtschaft haben.

Marktrisiko: Steigend. Die in Folge der expansiven Geldpolitik erhöhte Übernahme von finanziellen Risiken hat sich bislang nicht in der Realwirtschaft in Form von erhöhter Investitionstätigkeit niedergeschlagen. Das Ankaufprogramm der EZB („Quantitative Easing“) regt die europäischen Finanzmärkte an. Seit Beginn des Jahres sind die europäischen Aktienkurse um knapp 20% gestiegen. Die Gefahr von Fehlbewertungen an den Finanzmärkten ist

hoch.

Abbildung 2: Aktienmärkte haben deutlich zugelegt



Quelle: Bloomberg

Kreditrisiko: Unverändert. Die Ausfallraten im Bereich der Unternehmensanleihen sind weiterhin niedrig, doch könnte eine weitere Abschwächung der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen zu einer Trendumkehr führen. Die Kreditrisikospanssen sind niedrig, es besteht die Gefahr von Kursrückschlägen.

Häusermarktrisiko: Unverändert. Anlagen in Immobilien wirken Dank des niedrigen Zinsniveaus attraktiv. Die Gefahr von Fehleinschätzungen der langfristigen Risiken ist erheblich. Das Häusermarktrisiko ist besonders ausgeprägt im gewerblichen Immobilienbereich.

Liquiditätsrisiko: Das Liquiditätsrisiko wird als niedrig eingeschätzt, doch ist es gegenüber der Vorperiode leicht gestiegen. Die Marktliquidität bleibt vordergründig hoch, wenngleich die Möglichkeit einer ‚Liquiditätsillusion‘ besteht. Diese könnte darauf zurückzuführen sein, dass Banken, aufgrund von regulatorischen Anforderungen wie Basel III, ihre Bestände an Anleihen und anderen liquiden Wertpapieren zurückfahren. Investmentbanken neigen zunehmend dazu, Aufträge auszugleichen (zu ‚matchen‘), um ihre Risiken zu reduzieren, während sie früher höhere Bestände in den

Büchern ausgewiesen haben. Im Krisenfall könnte die Marktliquidität schnell verpuffen, was zu einer Verschärfung der Situation beitragen würde.

Dr. Christian Schmidt
Leiter Makroprudenzielle Aufsicht
+423 236 71 22
Redaktionsschluss: 10. April 2015

Abbildung 3: Risikokarte



Quelle: FMA