

Volkswirtschaftsmonitor Q1/2020

Die Weltwirtschaft steuert aufgrund der Coronavirus-Krise auf einen massiven Einbruch zu, starke Verluste an den Finanzmärkten

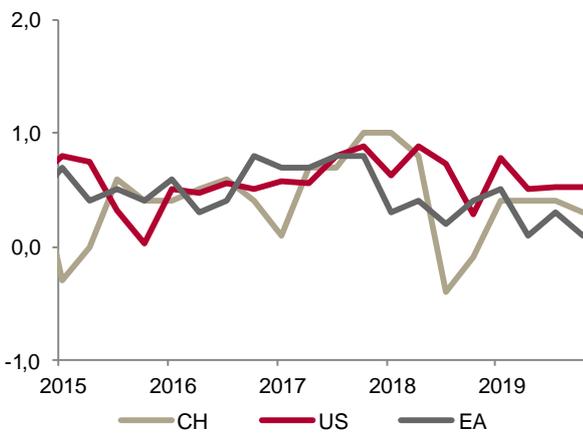
Die Weltwirtschaft ist aufgrund der Ausbreitung des Coronavirus mit einer ganzen Reihe von Schocks konfrontiert, die sowohl die Angebots- als auch die Nachfrageseite betreffen. Gegenwärtig muss man davon ausgehen, dass der globalen Wirtschaft eine massive Rezession bevorsteht, deren Ausmass einerseits von der Dauer des aktuellen „Stillstands“, andererseits aber auch massgeblich vom Erfolg der fiskalpolitischen Antwort abhängt. Nach der weitgehenden Schliessung der Volkswirtschaft hängt die Geschwindigkeit der nachfolgenden Erholung davon ab, wie erfolgreich die politischen Massnahmen greifen, um Unternehmensbankrotte zu verhindern und Arbeitsplätze zu schützen. An den Finanzmärkten notieren die wichtigsten Aktienmärkte tief im Bärenmarkt, zudem haben sich trotz der starken geldpolitischen Massnahmen sowohl die Renditen auf Staatsanleihen als auch die Risikoprämien am Interbanken- und Unternehmensanleihenmarkt in den letzten beiden Wochen deutlich erhöht. Die steigende Risikoaversion behindert den geldpolitischen Transmissionsmechanismus, da sie mit verschärften Finanzierungsbedingungen für die Realwirtschaft verbunden ist. Die Transmissionskanäle der aktuellen Finanzmarkturbulenzen sowie der sich abzeichnenden Rezession auf den Finanzsektor sind vielseitig. Während sich die unmittelbaren Auswirkungen der Kurseinbrüche auf den Finanzsektor in Liechtenstein in Grenzen halten, wäre im Falle einer massiven weltweiten Rezession mit Zweitrundeneffekten zu rechnen, welche zu weiteren Einbussen führen würden. Der Finanzsektor zeichnet sich jedoch aufgrund der guten Kapitalisierung, der stabilen Finanzierungsbasis und der langfristigen Ausrichtung der Geschäftsmodelle durch eine hohe Widerstandsfähigkeit aus und scheint daher gut für die kommenden Herausforderungen gerüstet.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Die Coronavirus-Krise trifft die Weltwirtschaft in einer konjunkturellen Schwächephase.

Während des vergangenen Jahres haben sich die Wachstumsraten in den entwickelten Volkswirtschaften merklich verlangsamt. Im vierten Quartal verzeichnete der Euroraum nur noch leicht positives Wachstum (+0,1% gegenüber dem Vorquartal), auch in der Schweiz (+0,3%) und in den USA (+0,5%) kühlte die Konjunktur zunehmend ab (Abb. 1). Trotz der lockeren Geldpolitik verlief die Erholung sehr schleppend, der Schock der Coronavirus-Ausbreitung über weite Teile Europas und nun auch in den USA trifft die Weltwirtschaft daher in einer Schwächephase.

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



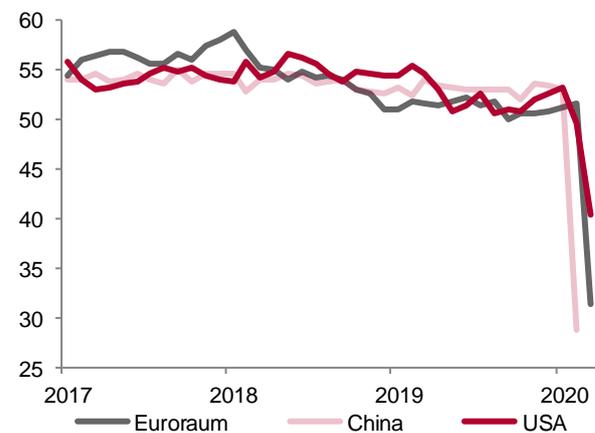
Quelle: Bloomberg, nationale Quellen.

Die globale Wirtschaft wird aktuell von einer ganzen Reihe von Angebots- und Nachfrageschocks getroffen. Während sich die realwirtschaftlichen Effekte in der globalen Finanzkrise 2008/09 nur indirekt über den Finanzsektor und ausschliesslich auf der Nachfrageseite auf die Realwirtschaft auswirkten, sieht sich die globale Wirtschaft nun mit einer ganzen Reihe von makroökonomischen Schocks konfrontiert. Mit der Ausbreitung des Coronavirus in China wurden bereits wichtige globale Lieferketten unterbrochen, was einem negativen Angebotsschock gleichkam. Die Auseinandersetzung zwischen Saudi-Arabien und Russland mit dem drastischen

Rückgang des Ölpreises bewirkte für die meisten entwickelten Volkswirtschaften (in denen Ölimporte kaum eine Rolle spielen) durch die Erhöhung der Kaufkraft einen kleinen, aber positiven Angebotsschock. Der wesentliche Treiber der aktuellen Finanzmarkturbulenzen war jedoch in der Folge der gleichzeitige Angebots- und Nachfrageschock, der sich als Folge der Virusausbreitung in weiten Teilen Europas durch die Schliessung von Geschäften und Unternehmen sowie das weitgehende «Herunterfahren» des öffentlichen Lebens manifestierte. Während diese aktuellen Entwicklungen schon zu erheblichen Einbussen führen, wird es jedoch 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.

Abb. 2: Frühindikatoren signalisieren massiven Wachstumseinbruch

(Einkaufsmanagerindex; Diffusionsindex)



Quelle: Bloomberg, Markit.

Die Datenverfügbarkeit ist noch sehr begrenzt, verfügbare Indikatoren zeigen jedoch einen massiven Einbruch der Konjunktur. In China verzeichnete der Einkaufsmanagerindex im Februar einen massiven Einbruch auf einen Wert von 28,9. Der Rückgang war hauptsächlich durch den Dienstleistungssektor getrieben (26,5), aber auch die Industrie sank mit einem Wert von 40,3 sehr deutlich unter die Wachstumsschwelle von 50 und auf den niedrigsten Wert seit Beginn

des Survey im Jahr 2004 (Abb. 2). Die am Dienstag veröffentlichten (vorläufigen) Einkaufsmanagerindizes im Euroraum und in den USA zeigen ebenfalls starke Einbrüche. Im Euroraum sank der kombinierte Index auf einen Wert von 31,4. In den USA wurde ein Rückgang auf 40,5 verzeichnet, in beiden Fällen der niedrigste Wert seit Beginn der Umfrage. Durch die Ausgangs- und Reisebeschränkungen sowie die Schliessungen von Geschäften war der Dienstleistungssektor noch stärker betroffen als die Industrie. Das Ausmass der Rückgänge in den Früh- und Vorlaufindikatoren hängt vor allem davon ab, wann die Akteure befragt wurden und ob das jeweilige Land zu diesem Zeitpunkt bereits von einer massiven Ausbreitung des Virus betroffen war. Der ifo-Geschäftsklimaindex für Deutschland verzeichnete den stärksten Rückgang seit 1991 und brach im März auf 87,7 Punkte ein. Das ifo-Institut geht in seiner Szenarien-Rechnung von einem massiven Rückgang des BIPs in Deutschland im Jahr 2020 aus – im Umfang von -7,2% bis -20,6%, je nachdem, wie lange der «shut-down» anhält.

Das Ausmass der Rezession ist noch unklar, jedoch ist von einem massiven Rückgang der globalen Wertschöpfung auszugehen. Das Ausmass der Verluste hängt im Wesentlichen von zwei Faktoren ab: Einerseits, wie lange der Ausnahmezustand anhält, während die Wirtschaft auf «Sparflamme» weiterarbeitet, und andererseits, wie erfolgreich die Politikmassnahmen während dieser Phase sind, um Firmenpleiten und Massenarbeitslosigkeit zu verhindern. Von einer erfolgreichen Fiskalpolitik hängt daher die Geschwindigkeit der nachfolgenden Erholung ab.

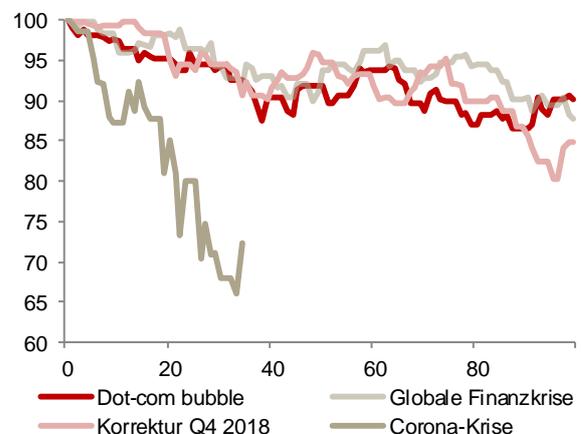
Auch die liechtensteinische Volkswirtschaft wird von der globalen Krise betroffen sein, das Ausmass ist jedoch noch kaum abzuschätzen. Vor Ausbruch der Coronavirus-Krise war die Kapazitätsauslastung in Liechtenstein im vierten Quartal 2019 laut dem Konjunkturindikator «Konsens» des Liechtenstein-Institutes mit -0,2 leicht unterdurchschnittlich. Liechtenstein ist nun 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 ab-

hängig von der externen Nachfrage. Die Erholung hierzulande wird also massgeblich davon abhängen, wie erfolgreich die fiskalpolitischen Massnahmen der Regierungen in den wichtigsten Exportmärkten wirken.

2. Inflation & Finanzmärkte

Die Aktienmärkte notieren derzeit mit Verlusten von knapp 30% von ihren Höchstständen tief im Bärenmarkt. Trotz der Kursgewinne der letzten zwei Tage vor dem Hintergrund der umfangreichen fiskal- und geldpolitischen Massnahmen notieren die wichtigsten globalen Aktienmärkte immer noch fast 30% unter ihren Höchstständen vom Februar. Der aktuelle Kurseinbruch ist zwar (noch) nicht der stärkste, jedoch der schnellste in der neueren Geschichte der Aktienmärkte (Abb. 3 am Beispiel des S&P 500). Die Coronavirus-Krise trifft die Aktienmärkte zu einer Zeit, in der sie sehr hoch bewertet sind, nachdem die Kurse im vergangenen Jahr den negativen Konjunkturnachrichten weitgehend trotzten und vor allem aufgrund von lockeren monetären Bedingungen weiter anstiegen. Dies trägt dazu bei, dass die Korrektur viel schneller erfolgt, als dies beispielsweise bei der globalen Finanzkrise der Fall war.

Abb. 3: Vergangene Kurskorrekturen S&P 500
(Höchststand vor Einbruch = 100; Anzahl Tage)



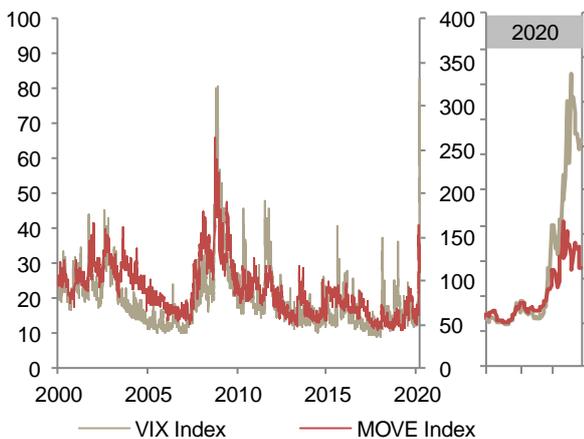
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die Volatilität an den Finanzmärkten hat deutlich zugenommen. Mit den Kursverlusten fand

auch die Phase der niedrigen erwarteten Volatilität der letzten Jahre ein jähes Ende. Mit der steigenden Nervosität an den Märkten stiegen nicht nur die Volatilitätsindizes der Aktienmärkte, sondern auch jene für die Anleihenmärkte stark an. Der bekannteste Volatilitätsindex VIX stieg auf einen Wert von über 82 Punkten und damit sogar etwas höher als während des Höhepunkts der globalen Finanzkrise (Abb. 4).

Abb. 4: Volatilität Aktien- und Anleihenmarkt

(Indizes)



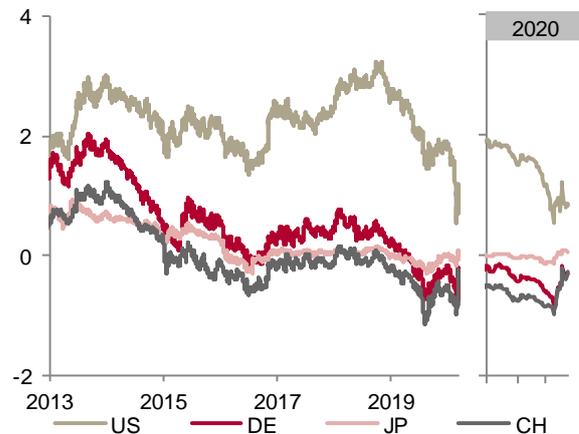
Quelle: Bloomberg.

Die Zentralbanken reagierten mit umfangreichen Notmassnahmen. Die US-Notenbank senkte überraschend und ausserhalb ihrer regulären Sitzungen zwei Mal hintereinander den Leitzinssatz um insgesamt 1,5 Prozentpunkte auf 0-0,25%. Nachdem die Fed durch das Ankaufprogramm von US Treasuries und Mortgage-Backed Securities (MBS), welches in der Vorwoche im Umfang von insgesamt 700 Mrd. USD verkündet worden war, die Verwerfungen an den Anleihenmärkten nicht im gewünschten Ausmass in den Griff bekommen hatte, kündigte sie Anfang dieser Woche ein unlimitiertes Ankaufprogramm an. Zudem kauft die Fed in grossem Stil Unternehmensanleihen – teilweise sogar am Primärmarkt, wenn auch unter strengen Auflagen – und beschloss eine ganze Reihe von liquiditätsfördernden Massnahmen, u.a. auch die Reaktivierung der USD Swap-Lines mit den wichtigsten globalen Zentralbanken. Während die Massnah-

men der Fed damit jene während der Finanzkrise übertreffen, fielen jene der EZB bisher zögerlicher aus. In der regulären Sitzung des EZB-Rats Mitte März blieben die Leitzinsen unverändert, jedoch können sich jene Banken, die ihr Kreditvolumen an die Realwirtschaft nachweislich steigern, noch günstiger zu einem Zins von -0,75% bei der EZB refinanzieren. Das zusätzliche Ankaufsprogramm, ursprünglich für 120 Mrd. EUR bis Jahresende angekündigt, wurde in der Vorwoche um weitere 700 Mrd. EUR erweitert. Auch die Schweiz verzichtete auf einen Zinsschritt, erhöhte jedoch den Freibetrag, für den Banken keinen Negativzins an die Notenbank überweisen müssen. Zudem kündigte die SNB an, eine Senkung des antizyklischen Kapitalpuffers zu prüfen.

Abb. 5: Renditen auf 10-j. Staatsanleihen

(Prozent)



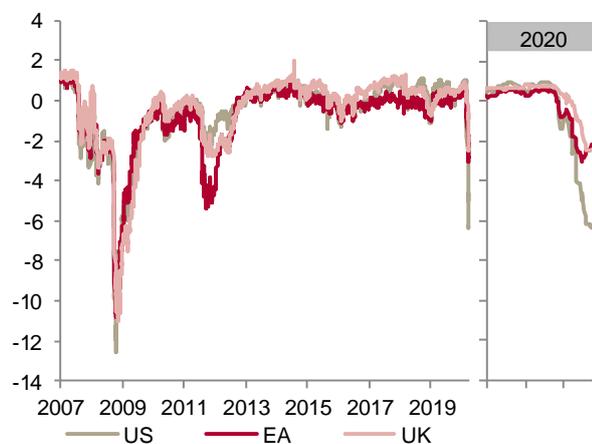
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.

Trotz der geldpolitischen Massnahmen haben sich die Finanzierungsbedingungen für die Realwirtschaft zuletzt verschärft. Die Renditen an den Staatsanleihenmärkten, die angesichts der drohenden Konjunkturabkühlung seit Jahresbeginn merklich zurückgegangen waren, haben sich in den letzten zwei Wochen merklich erhöht (Abb. 5). Ein möglicher Grund dafür ist einerseits die höhere Nachfrage nach Liquidität (z.B. aufgrund von Rückkäufen von Fondsanteilen und den damit verbundenen Auszahlungen), andererseits aber auch die Ankündigung umfassender fiskalpolitischer Massnahmen, da damit eine signifikante Erhöhung der öffentlichen Schulden und

daher eine Erhöhung der Risikoprämien verbunden ist. Auch die Spreads zwischen einzelnen Euroraum-Ländern stiegen wieder an, insbesondere für Italien. Die erschwerten Finanzierungsbedingungen zeigen sich aber nicht nur bei Staatsanleihen. Insgesamt haben sich die Finanzierungsbedingungen in den USA, aber auch in Europa merklich verschlechtert (Abb. 6).

Abb. 6: Finanzierungsbedingungen

(Indizes)



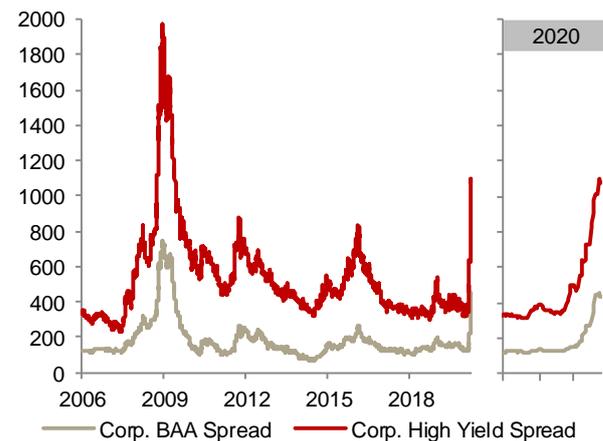
Quelle: Bloomberg. Ein niedrigerer Wert deutet auf eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen hin (erschwerter Zugang zu Krediten, höhere Risikoprämien).

Steigende Risikoprämien behindern den geldpolitischen Transmissionsmechanismus und verschärfen die Rezession. Das Niedrigzinsumfeld und die damit verbundene Jagd nach Rendite haben in den letzten Jahren die Risikoprämien massiv gedrückt. Vor einem „Repricing“ der Risikoprämien, also einem abruptem Anstieg der Zinsen, ist als eines der Hauptrisiken immer wieder gewarnt worden. Die Coronavirus-Krise scheint nun jener Trigger zu sein, der zu einer Neubewertung der Risiken führt. Dies ist deshalb problematisch, weil beispielsweise in den USA die Zinssenkungen der Fed durch die Erhöhung der Risikoprämien nicht in der Realwirtschaft ankommen, wodurch die geldpolitische Lockerung die Rezession nicht abfedern kann. In Europa war der Spielraum weiterer Zinssenkungen bereits vor dem Coronavirus-Schock praktisch nicht vorhanden, auch davor ist immer wieder gewarnt worden.

Die steigende Risikoaversion zeigt sich sowohl am Interbankenmarkt als auch an den Spreads für Unternehmensanleihen. Am US-Interbankenmarkt sind die verschiedenen Stresindizes zuletzt deutlich angestiegen, die Kreditrisiken unter Banken rücken damit wieder verstärkt in den Fokus. Ähnlich schaut die Situation bei Unternehmensanleihen aus. Auch in diesem Segment sind die Risikoprämien auf das höchste Niveau seit der Finanzkrise gestiegen (Abb. 7), wodurch Unternehmen zunehmend Schwierigkeiten haben, sich am Markt zu refinanzieren.

Abb. 7: Spreads für Unternehmensanleihen

(Basispunkte)



Quelle: Bloomberg.

Anders als in der Finanzkrise ist dieses Mal nicht in erster Linie die Geldpolitik, sondern vor allem die Fiskalpolitik gefordert. 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. Ziel muss es sein, während des gesundheitspolitisch motivierten Stillstands möglichst viele Bankrotte zu verhindern und Arbeitsplätze zu retten, damit die nachfolgende Erholung schnell erfolgen kann. Dementsprechend haben fast alle betroffenen

Länder bereits riesige Fiskalpakete beschlossen, um Kurzarbeitsprogramme, Unterstützung für Einzelunternehmer und KMUs sowie Garantien für Überbrückungskredite zu finanzieren. Auch die schnell beschlossenen Massnahmen in Liechtenstein, die am 20. März durch den Landtag im Umfang von CHF 100 Mio. beschlossen wurden, sind ein wichtiger Schritt in der Krisenbewältigung. Ob der Umfang des Pakets, das relativ zum BIP deutlich kleiner ist als in anderen Ländern, ausreicht, wird man in einigen Wochen oder Monaten beurteilen können.

3. Risiken

Eine massive Rezession, sowohl in Liechtenstein als auch auf globaler Ebene, wird nicht zu verhindern sein. Selbst bei einer raschen Reaktion der Regierungen wird es nicht möglich sein, alle Unternehmen und Arbeitsplätze während des Stillstands zu retten. Neben der Dauer des virusbedingten „Notbetriebs“ hängt es jedoch vor allem von der erfolgreichen Fiskalpolitik ab, wie schnell eine nachfolgende Erholung erfolgen kann. Für eine kleine, offene Volkswirtschaft wie Liechtenstein wird auch vieles davon abhängen, wie erfolgreich die Fiskalpolitik in anderen Ländern wirkt, da ansonsten ein massiver Einbruch bei der externen Nachfrage, und damit ein Rückgang der Exporte, droht.

Die Auswirkungen der aktuellen Finanzmarkt-turbulenzen und der erwarteten Rezession auf den Finanzsektor sind vielfältig. Während sich im Bankensektor die unmittelbaren bilanziellen Auswirkungen der Kurseinbrüche an den Finanzmärkten in Grenzen halten dürften, könnte der Rückgang der verwalteten Vermögen einen negativen Effekt auf die zukünftige Profitabilität haben. Ein verzögerter Effekt einer realwirtschaftlichen Rezession könnte sich in einer höheren Quote von notleidenden Krediten, sowohl bei Unternehmens- als auch Hypothekarkrediten, niederschlagen. Den Versicherungssektor, und in ähnlicher Form auch die Pensionskassen, treffen die Bewegungen an den Finanzmärkten gleich doppelt: Einerseits werden durch die Kursrückgänge Verluste auf der Aktiva-Seite verzeichnet, andererseits steigen die Verbindlichkeiten, weil

die (risikolosen) Zinsen weiter sinken und lange niedrig bleiben werden. Im Fondssektor könnte ein höheres Verkaufsvolumen potenziell zu Liquiditätsengpässen führen, zudem sinkt durch das niedrigere Volumen die Profitabilität von Vermögensverwaltern und Fonds-Verwaltungsgesellschaften.

Der Finanzsektor in Liechtenstein weist eine hohe Widerstandsfähigkeit auf und ist daher gut für die Turbulenzen gerüstet. Die Folgen der Krise werden auch in Liechtenstein Spuren hinterlassen, jedoch zeichnet sich der Finanzplatz Liechtenstein durch eine hohe Stabilität aus. Im Bankensektor tragen eine weit überdurchschnittliche Kapitalisierung, eine günstige Finanzierungsbasis und eine stabile Aktionärsstruktur massgeblich zur langfristigen Ausrichtung und zur Stabilität des Sektors bei. Die Kreditportfolios der Banken sind vor allem von Lombardkrediten dominiert und sind daher gut abgesichert. Der Unternehmenssektor ist in Liechtenstein nicht zuletzt aufgrund steuerlicher Anreize vergleichsweise niedrig verschuldet und daher weniger verwundbar als in anderen Ländern. Während die private Haushaltsverschuldung aufgrund des erheblichen Hypothekarvolumens vergleichsweise hoch ist, erfolgte die Kreditvergabe – auch aufgrund verschärfter Massnahmen im Immobilienbereich – in den letzten Jahren auf einer nachhaltigen Basis. Auch bei den Finanzintermediären ausserhalb des Bankensektors dürften die Effekte zwar deutlich spürbar sein, aber nicht zu grösseren Turbulenzen führen. Eine ausführliche Analyse zur Stabilität des Liechtensteiner Finanzsektors ist im [Financial Stability Report 2019](#) verfügbar.

Makroprudenzielle Aufsicht

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

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

26. März 2020

Der Volkswirtschaftsmonitor Q2/2020 wird im Juni 2020 publiziert.