



FMA

Finanzmarktaufsicht
Liechtenstein

Volkswirtschaftsmonitor Q2/2023

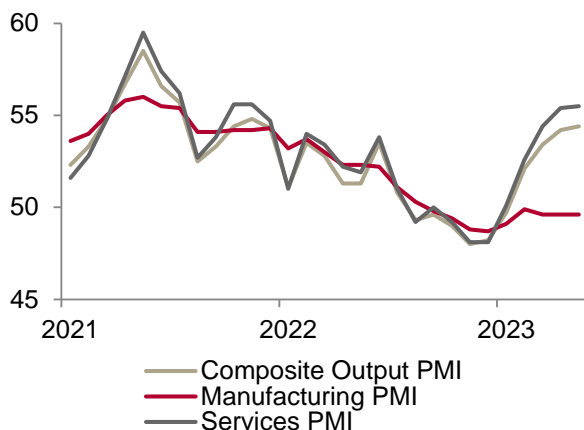
Globaler Industriesektor kühlt sich zunehmend ab, Inflationsdruck bleibt aber hoch – erhebliche Finanzmarktrisiken

Während die globale Wirtschaft die geldpolitische Straffung bisher besser verkraftet als erwartet, ist die Konjunkturabkühlung insbesondere in der Industrie und dem verarbeitenden Gewerbe stärker ausgeprägt. Die Inflation ist in den grössten Volkswirtschaften zuletzt merklich zurückgegangen, die Kerninflation bleibt jedoch auf einem hohen Niveau. Während die Energiepreise kaum mehr zur Inflation beitragen, spielt der unterliegende Inflationsdruck – auch vor dem Hintergrund der niedrigen Arbeitslosenquoten – mittlerweile eine wichtige Rolle, was die weitere Inflationsbekämpfung erschweren wird und eine Rezession wahrscheinlicher macht. In der Schweiz erleichtert die Aufwertung des Frankens den Kampf gegen die Teuerung, wovon auch Liechtenstein profitiert. Vor dem Hintergrund des Rückgangs der Inflation und der relativ robusten Konjunktur haben sich die Aktienmärkte zuletzt positiv entwickelt. Die Erholung ist jedoch sektoral und geographisch heterogen und von hoher Unsicherheit geprägt. Die Finanzstabilitätsrisiken bleiben im aktuellen Umfeld auf globaler und europäischer Ebene vor dem Hintergrund der steigenden Zinsen und der Korrektur an den Immobilienmärkten erheblich. Während der Bankensektor bisher von den höheren Zinsmargen profitiert, sind die aktuellen Entwicklungen mittel- bis langfristig mit verschiedenen Herausforderungen verbunden. Während der Ausblick in Liechtenstein insgesamt positiv bleibt, ist es essenziell, die identifizierten Risiken im Immobilien- und Hypothekarmarkt mit geeigneten Instrumenten zielgerichtet zu adressieren.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Während die globale Konjunktur die Zinserhöhungen bisher besser verkraftet als erwartet, hat sich insbesondere der Industriesektor merklich abgekühlt. Das BIP-Wachstum ging in den USA im ersten Quartal 2023 auf 0,3% (gegenüber dem Vorquartal) zurück, im Euroraum wurde mit -0,1% das zweite Quartal in Folge ein (leicht) negatives Wachstum registriert. Die Schweiz verzeichnete nach der Stagnation zum Jahresende 2022 zwar wieder eine positive Wachstumsrate, aber auch dort fiel das Wachstum mit 0,3% gedämpft aus. Insgesamt hat sich die globale Wirtschaft im Laufe des letzten Jahres vor dem Hintergrund der höheren Zinsen merklich abgeschwächt, die Abkühlung fiel bisher aber schwächer aus als befürchtet. Der Einkaufsmanagerindex (Composite Output PMI) auf globaler Ebene zeigt mit einem Wert von 54,4 im Mai nach wie vor ein positives Wachstum an, jedoch verbirgt sich dahinter ein heterogenes Bild. Während der Dienstleistungssektor eine starke Entwicklung zeigt, verzeichnet das verarbeitende Gewerbe PMI-Werte unter der Schwelle von 50, was einen Rückgang signalisiert (Abb. 1).

Abb. 1: Globaler Einkaufsmanagerindex (PMI) (Diffusionsindex)

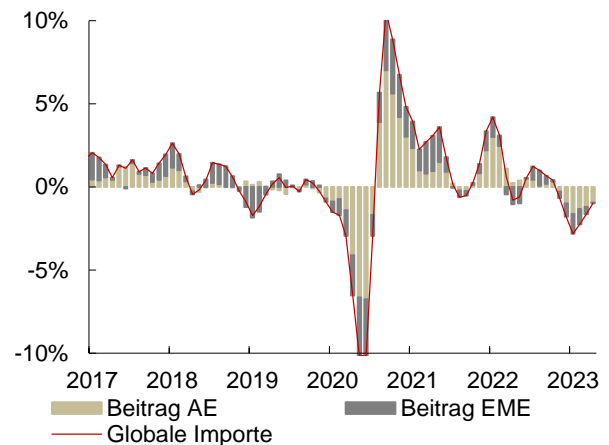


Quellen: Bloomberg, Markit.

Die Schwäche der Industrie zeigt sich auch anhand des Rückgangs des globalen Güterhandels. Das globale Handelsmomentum, gemessen anhand des Wachstums der globalen Importe, drehte bereits im November 2022 ins Negative,

wobei sowohl entwickelte Volkswirtschaften als auch Schwellenländer negativ zum Wachstum beitrugen (Abb. 2). Zwar hat sich das Bild zuletzt etwas aufgehellt, jedoch signalisieren die zuletzt verfügbaren Daten (vom April) nach wie vor einen Rückgang der globalen Handelsströme. Die konjunkturelle Abkühlung zeigt sich jedoch noch nicht an den Arbeitsmärkten. Die Arbeitslosenquoten blieben in den USA (3,7%), im Euroraum (6,5%), in der Schweiz (2,0%) und in Liechtenstein (1,4%) zuletzt auf einem sehr niedrigen Niveau, wodurch der Lohn- und Inflationsdruck vom Arbeitsmarkt weiterhin hoch bleiben dürfte.

Abb. 2: Globale Importe (3m-o-3m Wachstum in Prozent)



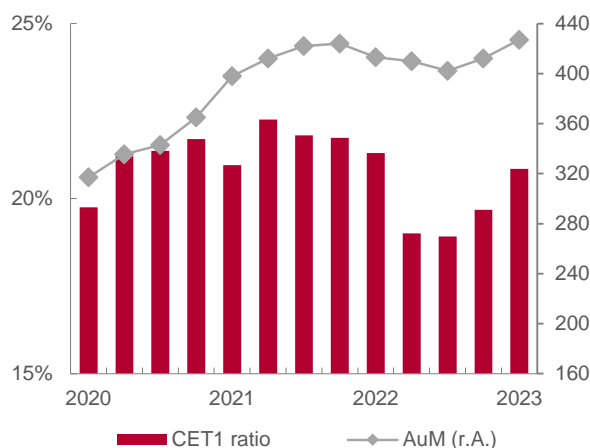
Quellen: Bloomberg, Markit. AE = Advanced Economies; EME = Emerging Market Economies.

In Liechtenstein signalisieren verfügbare Konjunkturindikatoren weiterhin ein unterdurchschnittliches Wachstum. Der Konjunkturindikator «KonSens», der vom Liechtenstein-Institut quartalsweise publiziert wird, stieg im ersten Quartal 2023 zwar auf einen Wert von -0,4 an, deutet damit aber weiterhin eine schwache bzw. unterdurchschnittliche Konjunktorentwicklung an. Die Direktexporte lagen in den ersten Monaten des Jahres zwar leicht höher als im Vergleichszeitraum des Vorjahres, signalisieren aber ebenfalls eine verhaltene konjunkturelle Entwicklung.

Der Bankensektor verzeichnete im ersten Quartal einen Anstieg der verwalteten Vermögen. Nach dem marktbedingten Rückgang im letzten Jahr stiegen die verwalteten Vermögen im

Bankensektor (Assets under Management, AuM) im ersten Quartal mit der Erholung der Aktienmärkte wieder an und erreichten mit CHF 427 Mrd. einen neuen historischen Höchstwert. Ebenso erfreulich ist der Anstieg der Kapitalisierung, die im Jahr 2022 insbesondere vor dem Hintergrund der Verluste in den Anleiheportfolios merklich zurückgegangen war. Die harte Kernkapitalquote stieg im ersten Quartal 2023 auf 20,8% (konsolidiert) und verzeichnete damit seit dem Tiefpunkt im Juni 2022 (19,0%) einen merklichen Anstieg, der aufgrund früherer Analysen nicht unerwartet kommt.¹

Abb. 3: Bankensektor in Liechtenstein
(Prozent des Gesamtrisikobetrags; CHF Mrd.)



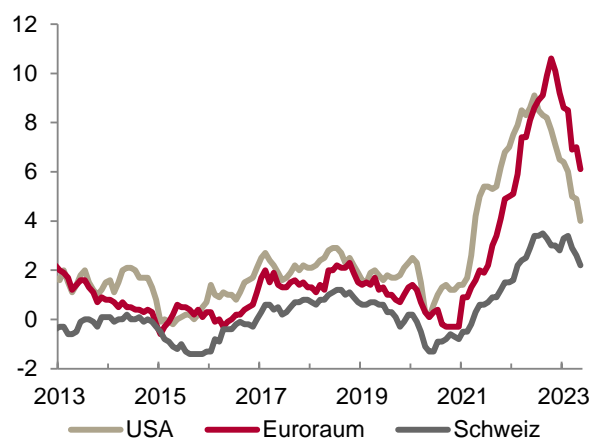
Quelle: FMA. Entwicklungen auf konsolidierter Ebene.

2. Inflation & Finanzmärkte

Obwohl die Inflationsraten zuletzt deutlich zurückgegangen sind, bleibt der Inflationsdruck weiterhin hoch. Die Inflation, gemessen an der jährlichen Veränderung der Konsumentenpreise, ging in den USA im Mai deutlich auf 4,0% zurück, auch im Euroraum (6,1%) und in der Schweiz (2,2%) nahmen die Preissteigerungen ab und liegen mittlerweile deutlich unter den Höchstständen der letzten Monate (Abb. 4). Weniger erfreulich ist hingegen die veränderte Zusammensetzung der Teuerung. Die Kerninflation, ein Mass für den inländischen Inflationsdruck unter Ausblendung volatiler Komponenten wie Energie- und Lebensmittelpreise, lag in den USA und im Euroraum

zuletzt bei 5,3% und auch in der Schweiz mit 1,9% im historischen Vergleich hoch. Die Kerninflationen implizieren ein hohes Risiko von Lohn-Preis-Spiralen, was den Kampf gegen die Inflation für die Notenbanken erschweren könnte.

Abb. 4: Inflation
(Prozent)



Quelle: Bloomberg.

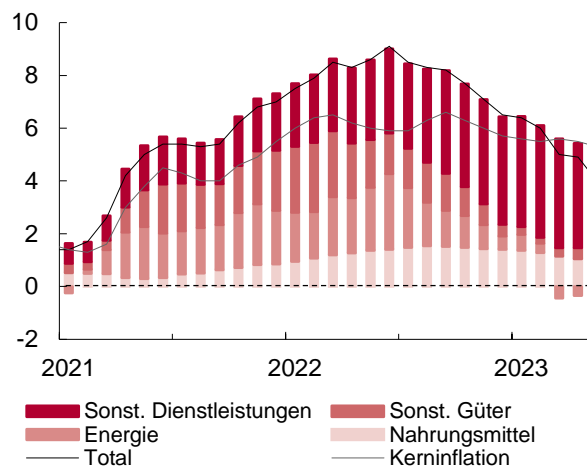
Während die Energiepreise mittlerweile kaum mehr zur Inflation beitragen, hat sich der inländische Inflationsdruck verstärkt. Eine detailliertere Betrachtung zeigt, dass sich die Zusammensetzung bzw. die Haupttreiber der Inflation in den letzten Monaten deutlich verändert haben. Die Energiepreise, welche den starken Inflationsanstieg ursprünglich ausgelöst hatten, tragen in den USA mittlerweile negativ zur Inflationsrate bei (Abb. 5) und spielen auch im Euroraum und in der Schweiz kaum mehr eine Rolle. Stattdessen tragen nun Dienstleistungen und andere, durch inländische Preisentwicklungen geprägte Komponenten massgeblich zur hohen Inflation bei, was die Inflationsbekämpfung für die Notenbanken in den nächsten Monaten erschweren wird.

Die wichtigsten Zentralbanken erhöhten ihre Leitzinsen erneut oder stellten eine weitere Straffung der Geldpolitik in Aussicht. Die US-Notenbank Fed belies den Leitzins im Juni auf der Bandbreite von 5-5,25%, rechnet aber in den veröffentlichten Projektionen mit einer stärkeren Konjunktur als noch im März und mit weiteren 1-2

¹ Siehe die Ausführungen im [Financial Stability Report 2022](#).

Zinsschritten bis Jahresende. Die EZB erhöhte die Leitzinsen im Juni um jeweils 25 Basispunkte, womit der derzeit massgebliche Zinssatz auf die Einlagefazilität auf 3,5% angehoben wurde. Auch die SNB verringerte angesichts der tieferen Inflation das Tempo der geldpolitischen Straffung, erhöhte im Juni aber den Leitzinssatz um weitere 25 Basispunkte auf 1,75%. Gleichzeitig fahren die Zentralbanken ihre Anleihebestände weiter zurück.

Abb. 5: Beiträge zur Inflation in den USA
(Prozent; Prozentpunkte)

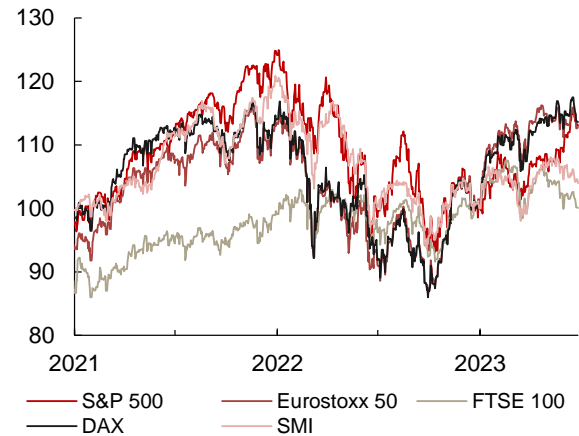


Quelle: BLS.

Die Aktienmärkte haben sich seit den Tiefständen im Oktober 2022 deutlich erholt (Abb. 6), die Kursgewinne sind jedoch sowohl geographisch als auch sektoral sehr heterogen. Der US-Aktienindex S&P 500 legte seit Jahresbeginn rund 14% zu. Die Gewinne gehen aber fast ausschliesslich auf den Technologiesektor zurück. So sind gerade einmal fünf Einzeltitel für zwei Drittel der Kursgewinne verantwortlich. Auch die geographische Abstufung zeigt, dass die Erholung der Kurse weniger breit sein dürfte, als dies auf den ersten Blick erscheint, was entsprechende Risiken von Kurskorrekturen impliziert.

Die langfristigen Zinsen haben sich – nach dem markanten Anstieg im ersten Halbjahr 2022 – seit Jahresbeginn weitgehend seitwärts bewegt. Einzige Ausnahme ist die Schweiz, wo die langfristigen Zinserwartungen vor dem Hintergrund der niedrigeren Inflationsraten zurückgingen, wodurch sich das Zinsdifferenzial zu anderen Währungen merklich vergrösserte.

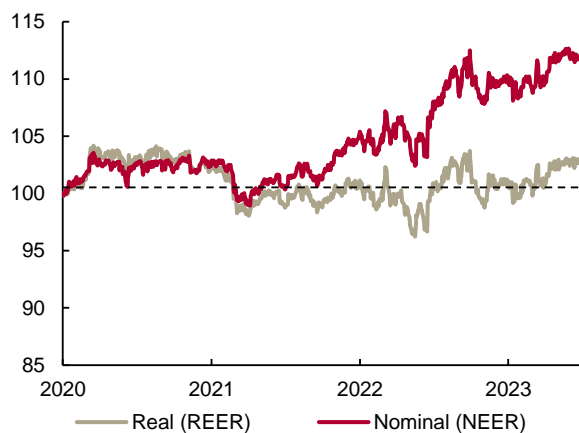
Abb. 6: Aktienmärkte
(Index, 1.1.2023 = 100)



Quelle: Bloomberg.

Trotz des steigenden Zinsdifferenzials wertete der Schweizer Franken (CHF) in den letzten zwei Jahren nominal deutlich auf. Der stärkere CHF hat in den letzten beiden Jahren massgeblich dazu beigetragen, dass der Inflationsdruck in der Schweiz vergleichsweise niedrig blieb. Während der nominale, handelsgewichtete Wechselkurs des CHF merklich aufgewertet hat, blieb der reale Wechselkurs mehr oder weniger konstant, d.h. die nominale Wechselkursentwicklung glich das Inflationsdifferenzial zu anderen Ländern aus (Abb. 7).

Abb. 7: Effektive CHF-Wechselkurse
(Index; 01.01.2020 = 100)



Quelle: Bloomberg. REER und NEER stehen real- bzw. nominal-effektive Wechselkurse.

Während das steigende Zinsdifferenzial zu anderen Währungen tendenziell zu einem

schwächeren Franken führen müsste, betonte die SNB in den letzten Monaten immer wieder, dass sie jederzeit bereit sei, am Devisenmarkt zu intervenieren, um das Preisstabilitätsziel zu erreichen. Mit den Interventionen ermöglicht die SNB einen stärkeren CHF und dämpft damit die Inflation, ohne dass dafür zu starke Zinserhöhungen notwendig sind.

3. Risiken

Aktuelle Markterwartungen, dass die Inflation ohne Rezession in den Griff zu bekommen ist, könnten sich als zu optimistisch herausstellen. Die hartnäckig hohe Kerninflation in den wichtigsten Volkswirtschaften könnte eine stärkere geldpolitische Straffung erfordern als bisher angenommen, was mit einer weiteren Konjunkturabkühlung einhergehen könnte. Mit zunehmender Dauer der hohen Inflation wird es immer schwieriger für die Notenbanken, die Preisstabilitätsziele zu erreichen. Für die Notenbanken ist es – insbesondere auch aufgrund der verzögerten Wirkung der Zinsanhebungen – ein Drahtseilakt, die Geldpolitik so auszurichten, dass das Preisstabilitätsziel wieder erreicht wird, aber realwirtschaftlich der geringstmögliche Schaden verursacht wird. Diese hohe Unsicherheit geht mit einem erhöhten Risiko von Kurskorrekturen an den Finanzmärkten einher, insbesondere auch deshalb, weil sich hinter der Erholung der letzten Monate eine hohe sektorale und geographische Heterogenität verbirgt.

Die steigenden Zinsen stellen für Unternehmen und Haushalte sowie für hoch verschuldete Staaten eine Belastungsprobe dar. Höhere Zinsen und die anhaltende Inflation drücken auf die Kaufkraft der privaten Haushalte. Während die konjunkturelle Abkühlung von den Zentralbanken absichtlich herbeigeführt wird, um den Inflationsdruck zu senken, sind die höheren Zinsen mit einer Reihe von ungewollten Nebeneffekten verbunden. Die Wohnimmobilienmärkte befinden sich mittlerweile im Grossteil der EU-Länder im Korrekturmodus, auch in der Schweiz hat sich der Markt – insbesondere für Renditeobjekte – merklich abgekühlt. Die höheren Zinsen testen die Widerstandsfähigkeit von privaten Haushalten und Unternehmen, und auch hoch verschuldete Staaten

könnten erneut in Turbulenzen geraten, insbesondere vor dem Hintergrund, dass die Zentralbanken ihre Anleihebestände weiter abbauen.

Obwohl der Bankensektor bisher von den steigenden Zinsmargen profitiert hat, sind die aktuellen Entwicklungen mit Herausforderungen verbunden. Aufgrund des schnellen Anstiegs der Zinsen und die unvollständige Weitergabe an die Einleger hat sich die Zinsmarge für die Banken erhöht und die Profitabilität verbessert. Die Finanzierung wird sich jedoch in den nächsten Monaten auch für die Banken verteuern – nicht nur in Form höherer Anleihezinsen, sondern auch aufgrund höherer Einlagezinsen, was insbesondere bei einem abrupten bzw. schneller als erwarteten Zinsanstieg aufgrund der höheren Duration auf der Aktivseite zu einer Verringerung der Zinsmarge führen könnte. Gleichzeitig werden die unrealisierten Verluste in den Anleiheportfolios die nächsten Jahre auf die Profitabilität drücken, und die höheren Zinsen werden mittel- bis langfristig mit einer Verschlechterung der Kreditqualität einhergehen. Mittelfristig dürfte sich daher der Vorteil höherer Zinsen für die Banken wieder relativieren.

Liechtenstein profitiert von der tieferen Inflation im Schweizer Franken Währungsraum, kann sich aber den steigenden globalen Risiken nicht völlig entziehen. Die frühe und entschiedene Intervention der SNB und die laufende nominelle Aufwertung des Franken haben die Schweiz und Liechtenstein im internationalen Vergleich zu einer Niedriginflationsinsel werden lassen. Davon profitiert auch Liechtenstein, da die Finanzstabilitätsrisiken durch den weniger starken Zinsanstieg niedriger ausfallen als in anderen Ländern. Trotzdem ist man auch in Liechtenstein mit steigenden Herausforderungen konfrontiert. Die höheren Zinsen sind insbesondere für den hoch verschuldeten privaten Haushaltssektor eine Belastungsprobe. Vor diesem Hintergrund ist es essenziell, die identifizierten Risiken im Immobilien- und Hypothekarbereich mit geeigneten Instrumenten zu adressieren.

29. Juni 2023

Der Volkswirtschaftsmonitor Q3/2023 wird im September 2023 publiziert.