



FMA

Finanzmarktaufsicht  
Liechtenstein

## Volkswirtschaftsmonitor Q4/2022

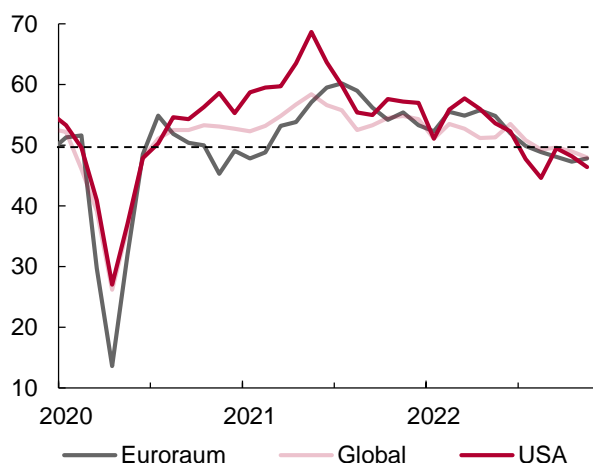
### Globale Wirtschaft steuert auf Rezession zu – Finanzmärkte von Inflation und Geldpolitik getrieben

*Die konjunkturellen Aussichten haben sich sowohl in den USA als auch in Europa mit der geldpolitischen Straffung in den letzten Monaten weiter eingetrübt. Sowohl die Frühindikatoren, die derzeit negatives Wachstum signalisieren, als auch die inverse US-Zinsstrukturkurve implizieren eine erwartete Rezession. Die Aussichten für die liechtensteinische Volkswirtschaft haben sich im dritten Quartal ebenfalls weiter eingetrübt, wobei die Wirtschaftsaktivität im kommenden Jahr aufgrund der hohen Exportorientierung stark von der globalen Konjunktur abhängen wird. Im inländischen Bankensektor hat sich die Kernkapitalquote nach dem Rückgang in der ersten Jahreshälfte auf niedrigerem Niveau stabilisiert, während die Profitabilität des Sektors auf konsolidierter Ebene weiter gestiegen ist. Der Risikoausblick bleibt jedoch weiterhin eingetrübt. Zum einen bleiben die Verwundbarkeiten im Immobiliensektor vor dem Hintergrund der gestiegenen Zinsen und der hohen Inflation, welche die Schuldendienstfähigkeit der Haushalte schwächt, mittel- bis langfristig weiterhin hoch. Zum anderen ist die Entwicklung der Finanzmärkte trotz der Korrekturen im vergangenen Jahr nach wie vor unsicher. Sie ist getrieben von der weiteren Entwicklung der Inflation, der Straffung der Geldpolitik und der Konjunktur, was eine hohe Anfälligkeit für weitere Kursverluste impliziert.*

## 1. Konjunkturelle Entwicklung

**Die globale Konjunktur hat sich in den letzten Monaten weiter eingetrübt.** Während die BIP-Wachstumsraten im dritten Quartal in den wichtigsten Volkswirtschaften noch positive Werte aufwiesen, deuten die Frühindikatoren auf einen Abschwung in den kommenden Quartalen hin. Die Einkaufsmanagerindizes (PMI) sind sowohl auf globaler Ebene, als auch im Euroraum und den USA seit Beginn der zweiten Jahreshälfte unter den Wert von 50 gefallen und signalisieren somit negatives Wachstum (Abb. 1). Die globale Wirtschaft droht damit vor dem Hintergrund der steigenden Zinsen in eine Rezession zu schlittern.

**Abb. 1: Einkaufsmanagerindizes (PMI)**  
(Diffusionsindex)

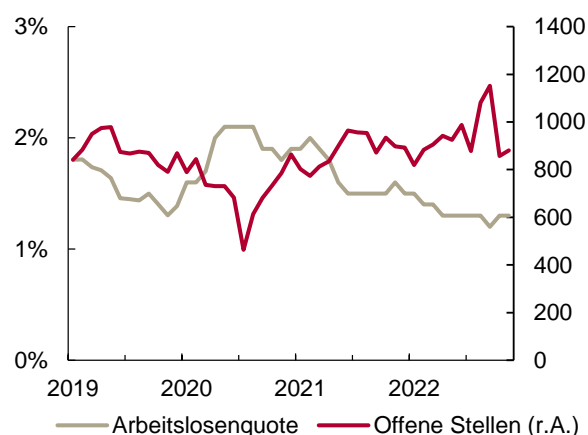


Quellen: Bloomberg, Markit.

**Trotz des konjunkturellen Abschwungs bleibt die Arbeitslosenquote niedrig.** In Liechtenstein (1,3%) und der Schweiz (2,0%) verharrt die Arbeitslosenquote seit Monaten auf einem Rekordtief. Im Euroraum lag der Wert mit 6,5% im Oktober 2022 auf dem tiefsten Wert seit der globalen Finanzkrise. Der starke Nachfrageüberhang verzögert die Effekte der konjunkturellen Abkühlung, wobei bei den offenen Stellen zuletzt sowohl in den USA, wo der Arbeitskräftemangel noch stärker ausgeprägt ist, als auch in Europa eine Trendumkehr erfolgte. In Liechtenstein liegt die Zahl der gemeldeten offenen Stellen im November bei 881 Stellen und damit trotz des Konjunkturabschwungs nach wie vor auf einem hohen Niveau

(Abb. 2). Vor dem Hintergrund der positiven Lage an den Arbeitsmärkten sowie des anhaltenden Preisdrucks impliziert der Arbeitskräftemangel ein erhebliches Risiko einer Lohn-Preis-Spirale.

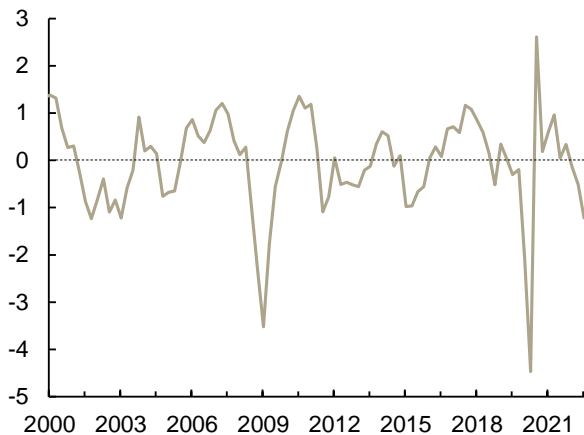
**Abb. 2: Arbeitsmarkt in Liechtenstein**  
(Prozent, Anzahl)



Quelle: Amt für Statistik, AMS.

**Die liechtensteinische Konjunktur hat sich im Jahresverlauf deutlich abgeschwächt.** Der Konjunkturindikator «KonSens», der vom Liechtenstein-Institut quartalsweise publiziert wird, fiel um rund -0,7 Punkte auf einen Wert von -1,2 im dritten Quartal (Abb. 3). Somit liegt der Index bereits seit Jahresbeginn im negativen Bereich, womit im historischen Vergleich unterdurchschnittliches Wachstum signalisiert wird. Zwar liegt der Wert noch deutlich höher als während der globalen Finanzkrise 2008 und der COVID-19 Pandemie, die Entwicklung der liechtensteinischen Volkswirtschaft bleibt jedoch aufgrund ihrer hohen Exportorientierung weiterhin stark abhängig von der globalen Konjunkturentwicklung. Die allgemeine Lage in der Industrie und bei Dienstleistungsunternehmen wird angesichts steigender Energiepreise und Lieferengpässen weitgehend als «befriedigend» beurteilt, die Geschäftslage hat sich damit in den letzten Monaten vor dem Hintergrund der steigenden Preise und Unsicherheiten bei der Rohmaterialbeschaffung verschlechtert. Auch die Direktexporte liegen im 3. Quartal rund 7% unter dem Vorjahreswert.

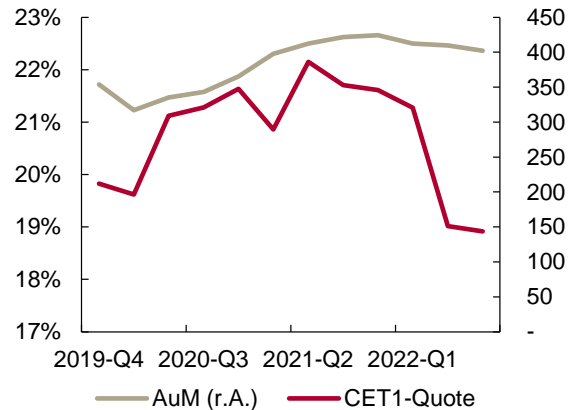
**Abb. 3: Konjunkturindikator «KonSens»**  
(Index)



Quelle: Liechtenstein-Institut.

**Der liechtensteinische Bankensektor verzeichnet trotz der makrofinanziellen Herausforderungen ein erfolgreiches Jahr, die Kapitalisierung hat sich im dritten Quartal auf niedrigerem Niveau stabilisiert (Abb. 4).** Während die verwalteten Kundenvermögen (Assets under Management, AuM) vor dem Hintergrund der schwachen Performance der Finanzmärkte einen weiteren leichten Rückgang verzeichneten, konnte der marktbedingte Rückgang durch weitere Nettoneugeldzuflüsse teilweise wettgemacht werden. Die Gewinne auf konsolidierter Ebene fielen in den ersten drei Quartalen – auch vor dem Hintergrund des steigenden Zinsumfelds – um ca. 14% höher aus als im Vergleichszeitraum des Vorjahres. Nachdem die Kernkapitalquote im ersten Halbjahr aufgrund von Akquisitionen, Verlusten in den Anleiheportfolios und regulatorischen Änderungen deutlich zurückgegangen war, blieb diese im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode mehr oder weniger unverändert und belief sich Ende September auf 18,9%. Der liechtensteinische Bankensektor bleibt damit im europäischen Vergleich überdurchschnittlich kapitalisiert, der Abstand zum EU-Durchschnitt hat sich aber deutlich verringert. Eine hohe Kapitalisierung bleibt vor dem Hintergrund der Geschäftsmodelle des Bankensektors und der steigenden globalen Risiken aus einer Finanzstabilitätsperspektive absolut zentral.

**Abb. 4: Kapitalisierung und AuM**  
(Prozent, Milliarden CHF)



Quelle: FMA.

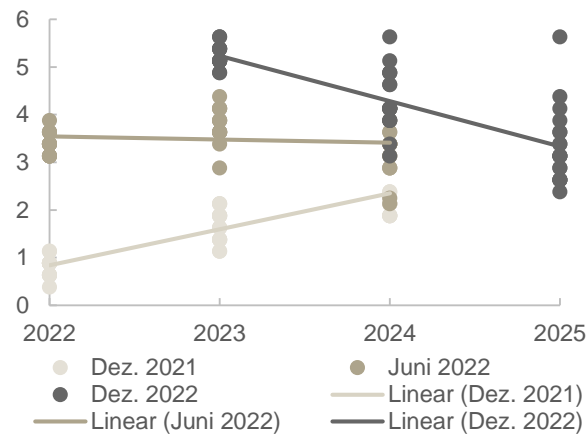
## 2. Inflation & Finanzmärkte

**Die Inflation bleibt auf einem hohen Niveau, wird jedoch aufgrund der nachlassenden Basiseffekte der Energiepreise im kommenden Jahr weiter sinken.** Während die Inflationsraten zwischen September und Oktober noch stärker als erwartet zulegten, sind in den USA (+7,7%) und im Euroraum (10,0%) die Preisanstiege im November etwas schwächer ausgefallen als erwartet. Auch die Kerninflationsraten (USA: 6,3%; Euroraum: 5,0%), welche die volatilen Komponenten (Energie- und Nahrungsmittel) exkludieren, liegen weiterhin deutlich über dem Preisstabilitätsziel der Zentralbanken. In der Schweiz liegt die Inflation aktuell bei 3,0%, deutlich niedriger als im internationalen Vergleich, jedoch über dem Preisstabilitätsziel der SNB. Vor dem Hintergrund der nun nachlassenden Basiseffekte der Energiepreise ist davon auszugehen, dass die Inflation in den kommenden Monaten weiter sinken wird. Die Gefahr von Lohn-Preis-Spiralen bleibt angesichts der hohen Inflation und der angespannten Situation auf den Arbeitsmärkten jedoch nach wie vor erheblich.

**Die führenden Zentralbanken setzten ihre geldpolitische Straffung auch im vierten Quartal fort.** In den Dezember-Sitzungen strafften die EZB, die US-Notenbank Fed und auch die SNB ihre Geldpolitik weiter und erhöhten den Leitzins um jeweils 0,5 Prozentpunkte. Im Euroraum liegt der Leitzins aktuell bei 2,5%, während dieser in

den USA auf einer Bandbreite von 4,25% bis 4,5% und in der Schweiz bei 1% liegt. Die Notenbanken haben bereits weitere Zinsschritte angekündigt, um die Inflation auf ihre Zielgrößen zurückzuführen. Die Zinserwartungen der Mitglieder des Offenmarktausschusses der Fed (FOMC) haben sich aufgrund der steigenden Inflation im letzten Jahr deutlich nach oben verschoben (Abb. 5). Während die Märkte davon ausgehen, dass die Leitzinsen in den USA Mitte 2023 ihre höchsten Werte erreichen, bevor es zu Zinssenkungen kommt, gehen die geldpolitischen Entscheidungsträger in den USA von anhaltend hohen Zinsen aus. Die von den Märkten eingepreisten – deutlich niedrigeren – Zinserwartungen für Ende 2023 implizieren aufgrund der deutlichen Divergenz zu den Fed-Prognosen erhebliche Risiken für weitere Kurskorrekturen an den Aktien- und Anleihemärkten, wenn sich die Zinsen so entwickeln, wie dies derzeit von der Fed erwartet wird.

**Abb. 5: Zinserwartungen der FOMC-Mitglieder in den USA (Prozent)**

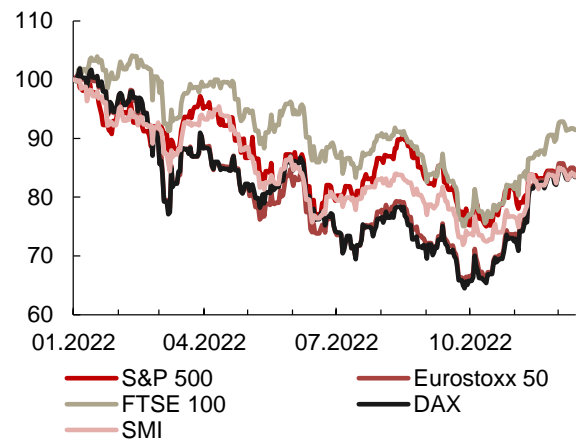


Quellen: Bloomberg, Fed, eigene Darstellung.  
Anmerkung: Zinserwartung der FOMC-Entscheidungsträger basierend auf den Projektionen der Fed am 14.12.2022.

**Änderungen im erwarteten geldpolitischen Kurs der führenden Notenbanken prägten die Aktien- und Anleihemärkte im vierten Quartal.** Zwischen Mitte September und Mitte Oktober fielen die Inflationsraten höher aus als erwartet, was die Leitzinserwartungen in die Höhe trieb und die

Aktienmärkte belastete (Abb. 6). Ab Mitte November führte der stärker als erwartete Inflationrückgang und die Abschwächung der Weltwirtschaft dazu, dass die Märkte das Ausmass der zur Eindämmung der Inflation erforderlichen Straffung der Geldpolitik nach unten korrigierten. Diese Entwicklung bewirkte einen Anstieg der Anleihen- und Aktienpreise sowie eine erhöhte Volatilität an den Finanzmärkten<sup>1</sup>. Die Aktienmärkte machten in den letzten beiden Monaten einen Teil ihrer erlittenen Verluste seit Anfang des Jahres wieder wett, was zum Teil auch auf die nachlassenden Energiepreise in Europa zurückzuführen ist.

**Abb. 6: Globale Aktienindizes (Index in USD; 01.01.2022 = 100)**



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung. Stand: 19.12.2022.

Die erneuten Rückschläge seit den geldpolitischen Entscheidungen Mitte Dezember, welche einen strafferen geldpolitischen Kurs für 2023 andeuteten, zeigen jedoch, dass die Bewertungen an den Aktienmärkten weiterhin anfällig für Kursverluste bleiben, wenn der Rückgang der Inflation im kommenden Jahr nicht so schnell erreicht wird, wie dies die Märkte derzeit erwarten. Zudem schürt die inverse Zinsstrukturkurve in den USA die Angst vor einer aufziehenden Rezession. Die Renditedifferenz zwischen 10- und 2-jährigen US-Staatsanleihen liegt aktuell auf einem Niveau, das seit den 1980er Jahren nicht beobachtet wurde. Eine inverse Zinsstrukturkurve signalisiert eine nahende Rezession, da von den Märkten in den USA

<sup>1</sup> Siehe dazu auch BIS (2022), "Quarterly Review. International banking and financial market developments", Dezember 2022.

Zinssenkungen ab Mitte 2023 eingepreist werden. Die Finanzmärkte bleiben in den nächsten Monaten angesichts des schwierigen Marktumfeldes daher weiterhin anfällig für weitere Kurskorrekturen.

**Die Kryptomärkte gerieten durch den Zusammenbruch der drittgrössten Kryptobörse FTX Anfang November erneut in Turbulenzen.** Eine klassische Börse kann aufgrund des Geschäftsmodells nicht von einem Bank Run betroffen sein. FTX hatte jedoch von den Kunden hinterlegte Werte – ohne deren Wissen – weiterverliehen und sich damit in einem bankähnlichen Geschäftsmodell Kredit- und Liquiditätsrisiken ausgesetzt. Als Kunden nun aufgrund des Vertrauensverlustes versuchten, ihre Gelder abziehen, war FTX nicht mehr fähig, diese Auszahlungen zu gewährleisten. Mit dem Scheitern von FTX haben die wichtigsten Kryptowährungen wie Bitcoin und Ethereum rund 20 Prozent an Wert verloren. Während die Krise an den Kryptomärkten keine Auswirkungen auf die traditionellen Finanzmärkte hatte, zeigt der Zusammenbruch von FTX einmal mehr die grosse Gefahr einer unregulierten und unbeaufsichtigten Kryptobranche, insbesondere in Bezug auf den Kunden- und Anlegerschutz.

### 3. Risiken

**Die Risiken für die Realwirtschaft sind weiter gestiegen.** Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den wichtigsten Volkswirtschaften hat sich aufgrund der anhaltend hohen Inflation, des Rückgangs des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte und der Verschärfung der Finanzierungsbedingungen weiter erhöht. Die Verschlechterung der makroökonomischen Aussichten bedeutet eine Zunahme der Verwundbarkeit bei nichtfinanziellen Unternehmen und privaten Haushalten. Zum einen schwächen der Rückgang des real verfügbaren Haushaltseinkommens sowie steigende Zinsen die Schuldendienstfähigkeit, insbesondere in Ländern mit einem hohen Verschuldungsgrad. Zum anderen sind die Anfälligkeiten bei energieintensiven und hoch

verschuldeten Unternehmen stärker ausgeprägt. Darüber hinaus könnte sich das Vertrauen der Verbraucher und Investoren aufgrund der anhaltend hohen Energie- und Lebensmittelpreise weiter verschlechtern, insbesondere wenn sich die Inflation als persistenter herausstellt als derzeit prognostiziert.

**Das Risiko weiterer Preiskorrekturen an den Finanzmärkten bleibt hoch.** Die Preise auf den globalen Anleihe- und Aktienmärkten sind vor dem Hintergrund der hohen Inflation und der damit verbundenen geldpolitischen Straffung dieses Jahr stark gefallen. Die erheblichen Preisanpassungen haben zum einen die Finanzierungsbedingungen verschärft und waren auch mit einer höheren Marktvolatilität verbunden. Auch die Emissionsvolumina von Börsengängen (IPOs) und Hochzinsanleihen sind dieses Jahr drastisch gesunken. In einem Umfeld erhöhter Marktvolatilität bestehen weiterhin erhebliche Risiken, dass sich Kurschwankungen an den internationalen Finanzmärkten durch Notverkäufe oder Nachschussauforderungen bei Derivaten selbst verstärken könnten. Zudem ist davon auszugehen, dass die Vermögenspreise auch in naher Zukunft sehr empfindlich auf Änderungen der Konjunktur und des geldpolitischen Kurses reagieren werden. Zum einen gehen die internationalen Märkte nach wie vor von einem optimistischen Szenario aus, dass Mitte 2023 der Höhepunkt der US-Leitzinsen erreicht wird, bevor wieder Zinssenkungen erwartet werden. Dieses Szenario scheint angesichts der anhaltend hohen Inflation und der beginnenden Zweitrundeneffekte – auch aus Sicht der Fed – eher (zu) optimistisch. Zum anderen wurde auf Basis von historischen Daten empirisch gezeigt<sup>2</sup>, dass in der Regel auf Phasen eines Kreditbooms, wie sie in den vergangenen Jahren auf internationaler Ebene beobachtet wurden, ungewöhnlich niedrige Aktienrenditen folgen. Der Ausblick bleibt daher – im Vergleich zu den letzten Jahren – weiterhin gedämpft.

**Während der Bankensektor vom Umfeld steigender Zinsen profitiert, ist er gleichzeitig mit erhöhten makrofinanziellen Risiken**

<sup>2</sup> Davis, J. and Taylor, A.M. (2019), The leverage factor: credit cycles and asset returns. NBER Working Paper 26435



**konfrontiert.** Mit der Zinswende und den steigenden Zinsen profitiert der Bankensektor von steigenden Zinsmargen, die mit einer erhöhten Profitabilität einhergehen. Gleichzeitig bleiben jedoch die mittelfristigen Verwundbarkeiten vor dem Hintergrund der schwächeren Wirtschaft, steigenden Kreditrisiken und höheren Finanzierungskosten erheblich. Angesichts strengerer Kreditrichtlinien, steigender Zinssätze und eines deutlichen Rückgangs des Verbrauchervertrauens sind die Banken auf internationaler Ebene mit einer nachlassenden Kreditnachfrage für Investitionen im Unternehmenssektor sowie von privaten Haushalten konfrontiert. An den Immobilienmärkten kam es in mehreren EU-Ländern – nach den starken Preisanstiegen in den letzten Jahren – mit den steigenden Hypothekarzinsen zu ersten Preisrückgängen, womit die Immobilienexpansion der letzten Jahre zu Ende gehen dürfte. Auch die Gewerbeimmobilienmärkte sind angesichts der steigenden Zinsen sowie der Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen mit ähnlichem Gegenwind konfrontiert. Zwar sind die Risiken in Liechtenstein aufgrund des niedrig verschuldeten Unternehmenssektors, verschiedener risikomindernden Faktoren im Hypothekarmarkt für Wohnimmobilien sowie hohen Kapital- und Liquiditätspuffern im Bankensektor niedriger als in anderen Ländern. Gleichzeitig erscheint klar, dass auch der heimische Bankensektor im Lichte der beschriebenen Risiken mit steigenden Herausforderungen konfrontiert sein wird.

**Die Finanzstabilitätsrisiken aufgrund der zunehmenden Turbulenzen an den Kryptomärkten sind derzeit als begrenzt zu beurteilen.** Die Auswirkungen der Krypto-Kursverluste halten sich für die traditionellen Finanzmärkte – und damit auch aus Sicht der Finanzstabilität – aufgrund der niedrigen Marktkapitalisierung sowie der sehr begrenzten Verflechtungen in Grenzen, was sich jedoch im Falle starken Wachstums oder zunehmender Verbindungen zu traditionellen Finanzintermediären ändern könnte. Weitgehend unbestritten sind vor dem Hintergrund der schwachen Regulierung des Sektors auf internationaler Ebene hingegen die hohen Risiken von Kryptoassets in Bezug auf Kunden- und Anlegerschutz sowie Geldwäscherei und andere illegale Aktivitäten.

Internationale Institutionen weisen daher zunehmend auf die Notwendigkeit für eine einheitliche Aufsicht und einen globalen Regulierungsrahmen hin. Während Liechtenstein mit dem «Token- und VT-Dienstleister-Gesetz» (TVTGG) in manchen Bereichen eine Vorreiterrolle einnahm, insbesondere im Bereich der Geldwäschereiprävention, adressiert die bestehende Regulierung vor dem Hintergrund der aktuell registrierungspflichtigen VT-Dienstleisterrollen sowie des eingeschränkten prudenziellen Aufsichtsrahmens, der die Tätigkeit der FMA im Wesentlichen auf eine anlassbezogene Aufsicht beschränkt, die damit verbundenen Risiken in Bezug auf Kunden- und Anlegerschutz nur in beschränktem Ausmass. Dies impliziert entsprechende Reputationsrisiken, die sich im schlimmsten Fall auch auf traditionelle Finanzmarktakteure negativ auswirken könnten.

**Die Herausforderungen für die inländischen Finanzintermediäre bleiben auch in den kommenden Monaten hoch.** Der Bankensektor profitiert einerseits durch die steigenden Zinsen und Zinsmargen von verbesserten Rentabilitätsaussichten, andererseits könnten die Kreditrisiken durch die schwächere Wirtschaft und steigende Zinsen zunehmen. Der Inflationsdruck und steigende Zinsen wirken sich auch auf Versicherungen und Pensionsfonds aus. Während die Pensionskassen unmittelbar von den ungünstigen Entwicklungen an den Finanzmärkten betroffen sind, verbessert das steigende Zinsumfeld für die Vorsorgeeinrichtungen den mittel- und langfristigen Ausblick. Die Auswirkungen auf den Versicherungssektor sind schwer abschätzbar, jedoch müssen die gestiegenen Kosten – insbesondere im Schadenversicherungsbereich – adäquat berücksichtigt werden. Das globale Umfeld bleibt angesichts der drohenden Rezession in den nächsten Monaten insgesamt herausfordernd. Eine enge Überwachung der Risiken ist unabdingbar, um geeignete Massnahmen ergreifen zu können, falls diese aus Finanzstabilitätssicht als notwendig erachtet werden.

---

21. Dezember 2022

*Der Volkswirtschaftsmonitor Q1/2023 wird im März 2023 publiziert.*