



FMA

Finanzmarktaufsicht
Liechtenstein

Volkswirtschaftsmonitor Q1/2023

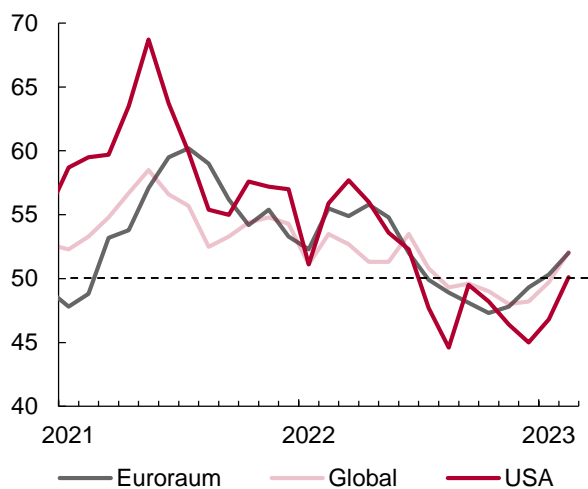
Globaler Inflationsdruck bleibt hoch – Geldpolitik ist zunehmend mit Zielkonflikt zwischen Preis- und Finanzstabilität konfrontiert

Obwohl die Inflationsraten dies- und jenseits des Atlantiks von ihren Höchstständen deutlich zurückgegangen sind, bleibt der Preisdruck unverändert hoch. Der weitere Anstieg und die hohe Persistenz der Kerninflation zeigt, dass sich der zugrundeliegende Inflationsdruck im Euroraum und in den USA, aber auch in der Schweiz – wenngleich auf deutlich niedrigerem Niveau – zuletzt verstärkt hat. Vor diesem Hintergrund drehten die wichtigsten Zentralbanken in den USA, im Euroraum und auch in der Schweiz weiter an der Zinsschraube. Die Aufgabe, das Preisstabilitätsziel wieder zu erreichen, ist zuletzt deutlich schwieriger geworden. Einerseits haben sich die Konjunkturaussichten gemäss Frühindikatoren schneller als erwartet wieder aufgehellt, andererseits führte die Vertrauenskrise im US-Bankensektor und die Liquiditätskrise bei der Credit Suisse zu erheblicher Unsicherheit, ob die Geldpolitik in den nächsten Monaten die notwendigen Zinsschritte zur Sicherstellung der Preisstabilität beschliessen kann, ohne gleichzeitig die Finanzstabilität zu gefährden. Im liechtensteinischen Finanzsektor bleiben die Risiken vor dem Hintergrund des relativ konservativen Geschäftsmodells sowie der guten Kapitalisierungs- und Liquiditätsindikatoren überschaubar. Die Ereignisse zeigen aber einmal mehr, wie wichtig solide Fundamentalindikatoren im Bankensektor sind, um das Kundenvertrauen auch langfristig sicherstellen zu können.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Die globale Konjunktur hat sich trotz der Zinserhöhungen weniger stark abgekühlt als erwartet. Während sich das BIP-Wachstum in der Schweiz und im Euroraum im Verlauf des Jahres 2022 merklich abgeschwächt hat, nahm die wirtschaftliche Dynamik in den USA nach einer Schwächephase im ersten Halbjahr gegen Jahresende wieder zu. Im vierten Quartal 2022 stieg das BIP in den USA um +0.7% gegenüber dem Vorquartal, während das Wachstum im Euroraum (+0.1%) schwächer ausfiel und die Schweizer Wirtschaft stagnierte. Bereits im Januar erwartete der Internationale Währungsfonds (IWF) zwar ein unterdurchschnittliches globales Wachstum für das Jahr 2023, revidierte aber die Wachstumswahlen relativ zur Prognose vom letzten Oktober leicht nach oben. Dieser Trend hat sich seither fortgesetzt: Die Einkaufsmanagerindizes in den wichtigsten Volkswirtschaften haben zuletzt weiter zugelegt und liegen wieder an oder über der Wachstumsschwelle von 50 (Abb. 1). Entsprechend angespannt bleibt die Situation an den Arbeitsmärkten, die Arbeitslosenquoten blieben im Februar in den USA (3,6%), im Euroraum (6,7%) und in der Schweiz (2,1%) auf einem unterdurchschnittlichen Niveau.

Abb. 1: Einkaufsmanagerindizes (PMI) (Diffusionsindex)



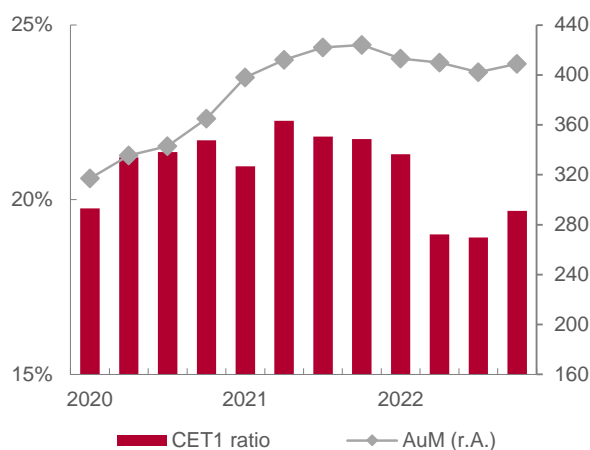
Quellen: Bloomberg, Markit.

In Liechtenstein signalisieren verfügbare Konjunkturindikatoren derzeit ein unterdurchschnittliches Wachstum. Der Konjunkturindikator «KonSens», der vom Liechtenstein-Institut quartalsweise publiziert wird, stieg im vierten Quartal 2022 nur leicht auf einen Wert von -1,1 und deutet damit weiterhin eine schwache Konjunkturentwicklung an. Nach einer Schwächephase in den ersten drei Quartalen 2022 stiegen die Direktexporte in den letzten Monaten jedoch wieder deutlich über die Werte des jeweiligen Vorjahresmonats, was – im Gleichschritt mit den globalen Entwicklungen – eine mögliche Trendumkehr bei der Konjunktur ankündigen könnte.

Im März führte eine Vertrauenskrise im US-Bankensektor auf globaler Ebene zu erheblichen Marktverwerfungen. In den letzten Wochen kämpfte der US-Bankensektor mit einer Vertrauenskrise, welcher u.a. die Silicon Valley Bank (SVB) zum Opfer fiel. Die Bank war in den letzten Jahren stark gewachsen und hatte überschüssige Liquidität, die durch hohe Kundeneinlagen entstanden war, in US-Staatsanleihen investiert. Durch den abrupten Zinsanstieg in den USA entstanden Verluste in den Anleiheportfolios, die zu einem Vertrauensverlust und damit einem Abzug von Kundengeldern führten. Es entstand ein Liquiditätsproblem, was die Bank zur Realisierung der Verluste zwang und damit das Vertrauen weiter beschädigte. Nur durch eine Garantie aller Einlagen der SVB – auch jener, die nicht unter die Einlagensicherung von USD 250 000 fallen – konnte die Situation etwas beruhigt werden, die Nervosität an den Märkten blieb trotzdem hoch. Die Turbulenzen führten schliesslich auch zu starken Abflüssen von Kundengeldern bei der Credit Suisse, der zweitgrössten Schweizer Bank und eine von 30 global systemrelevanten Banken. Zwar erfüllte die Bank jederzeit die regulatorischen Kapitalisierungs- und Liquiditätsanforderungen, jedoch war das Institut in den letzten Jahren wiederholt von Skandalen eingeholt worden, was zu einem markanten Rückgang der Marktkapitalisierung geführt hatte. Vor diesem Hintergrund kämpfte die Credit Suisse mit Vertrauensverlust in einem nervösen Marktumfeld. Die Kunden zogen in grossem Stil Gelder ab. Aufgrund der globalen Vernetzung der Bank wurde von den schweizerischen Behörden

feieberhaft nach einer Lösung gesucht, welche durch die Übernahme durch die UBS schliesslich gefunden wurde. Unabhängig von der Beurteilung der Details der Lösung ist es wichtig zu betonen, dass die Geschwindigkeit in diesem Fall wohl das entscheidende Kriterium war, um weitere Ansteckungseffekte – auch auf globaler Ebene – zu verhindern.

Abb. 2: Bankensektor in Liechtenstein
(Prozent des Gesamtrisikobetrags; CHF Mrd.)



Quelle: FMA.

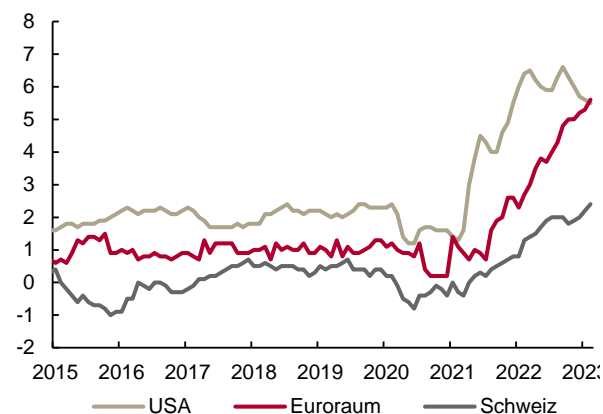
Der liechtensteinische Bankensektor konnte im Jahr 2022 die Gewinne steigern, auch die Kapitalisierung stieg gegen Jahresende wieder an (Abb. 2). Sehr erfreulich fielen die Jahresabschlüsse der grössten Banken in Liechtenstein aus. Auf konsolidierter Ebene konnte der Jahresgewinn im Bankensektor insgesamt auf CHF 641 Mio. gesteigert werden, ein Plus von etwa 8% gegenüber dem Vorjahr. Auch die Kapitalisierung verbesserte sich zum Jahresende wieder, nachdem diese auch vor dem Hintergrund der Verluste in den Anleiheportfolios während des Jahres merklich zurückgegangen war. Per Jahresende lag die harte Kernkapitalquote bei 19,7%, ein Anstieg um 0,8 Prozentpunkte gegenüber dem Vorquartal. Auch die verwalteten Vermögen nahmen im letzten Quartal erstmals wieder zu, nachdem diese in den Vorquartalen marktbedingt etwas zurückgegangen waren. Die Ereignisse in den USA und in der Schweiz unterstreichen einmal mehr die Bedeutung des Vertrauens im Bankengeschäft. Verschiedene Faktoren, wie z.B. das weniger

riskante Geschäftsmodell des Private Banking, aber auch die stabile Aktionärsstruktur und gesunde Kapital- und Liquiditätsindikatoren machen einen Vertrauensverlust im Falle der liechtensteinischen systemrelevanten Banken deutlich unwahrscheinlicher als in anderen Ländern. Aus Sicht des liechtensteinischen Bankensektors ist die gefundene Lösung in der Schweiz zu begrüßen, da die Geschäftsbeziehungen durch die Übernahme entsprechend fortgeführt werden können.

2. Inflation & Finanzmärkte

Trotz sinkender Inflationsraten auf globaler Ebene bleibt der Preisdruck hoch. Die Inflation betrug zuletzt 6,0% (y-o-y) in den USA, 8,5% im Euroraum und 3,4% in der Schweiz – ein deutlicher Rückgang gegenüber den Höchstständen im vergangenen Jahr. Trotzdem bleibt der Preisdruck hoch. Während die Inflationsraten derzeit insbesondere aufgrund der Basiseffekte bei den Energiepreisen sinken, ist die Kerninflation im Euroraum zuletzt weiter gestiegen und stagniert in den USA auf hohem Niveau. Auch in der Schweiz liegt die Kerninflationsrate mit 2,4% mittlerweile ausserhalb des Preisstabilitätsziels der SNB (Abb. 3).

Abb. 3: Kerninflation
(Prozent)



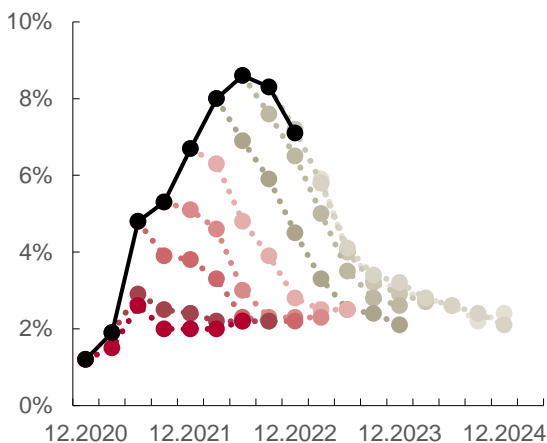
Quelle: Bloomberg.

Die Kerninflation ist ein Mass für den inländischen Inflationsdruck unter Ausblendung volatiler Komponenten wie Energie- und Nahrungsmittelpreise, welche von den Zentralbanken kaum beeinflusst

werden können. Die anhaltend hohen Kerninflationsraten implizieren ein steigendes Risiko von Lohn-Preis-Spiralen, wodurch der Kampf gegen die Inflation für die Notenbanken schwieriger ausfallen könnte als erwartet.

Die weitere Entwicklung der Inflation ist – auch angesichts vergangener Prognosen – von hoher Unsicherheit geprägt. Der Anstieg der Kerninflation zeigt, dass der Inflationsdruck einen signifikanten Teil aller Güterkategorien erfasst hat, und dass erhebliche Anstrengungen notwendig sein werden, um die Inflation wieder in Einklang mit den Preisstabilitätszielen der Notenbanken zu bringen. Zwar gehen aktuelle Prognosen (siehe Abb. 4 für die USA) von einem raschen Inflationsrückgang in Richtung 2% aus, jedoch war die Zuverlässigkeit von Inflationsprognosen in der Vergangenheit alles andere als gut: Die Prognosen konnten weder den starken Inflationsanstieg noch die hohe Persistenz der Inflation korrekt vorhersagen. Daraus ergibt sich eine erhebliche Unsicherheit, ob die Inflation so schnell zurückgehen wird, wie es die Prognosen (und damit die Märkte) derzeit erwarten.

Abb. 4: Inflation und Prognosen in den USA (Prozent)

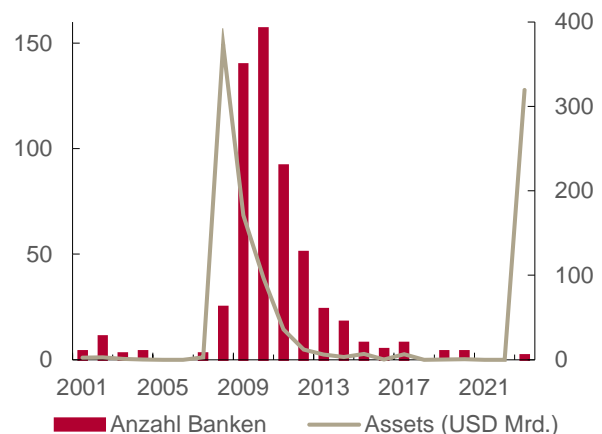


Quelle: Bloomberg, Consensus. Die schwarze Linie zeigt den tatsächlichen Verlauf der CPI-Inflation, während die verschiedenen Farben den Durchschnitt der Inflationsprognosen (Consensus) zum Zeitpunkt des jeweiligen Quartals abbilden.

Angesichts der starken Zinserhöhungen in den letzten Monaten – insbesondere in den USA – rückten in den letzten Wochen vermehrt Finanzstabilitätsbedenken in den Fokus. Mit

dem Scheitern der Silicon Valley Bank (SVB), immerhin die 16. grösste US-Bank, und der Signature Bank wurden im März die grössten Verwerfungen im US-Bankensektor seit der globalen Finanzkrise 2008/09 verzeichnet (Abb. 5). Zur Stärkung des Vertrauens führte die US-Notenbank Fed das «Bank Term Funding Program» ein, in dessen Rahmen sich die Banken Liquidität im Tausch gegen Sicherheiten von der Fed holen können. Dabei werden die Anleihen zum Nennwert angerechnet, teilweise also deutlich über dem Marktwert. Mit dieser Massnahme konnte das Liquiditätsproblem im US-Bankensektor vorläufig behoben werden, gewisse Bedenken bzgl. Finanzstabilität bleiben trotzdem bestehen. Auch im Falle der Credit-Suisse-Übernahme durch die UBS waren erhebliche Anstrengungen notwendig, u.a. die Zusicherung von Notfall-Liquidität durch die SNB und entsprechende Staatsgarantien. Insgesamt zeigt sich, dass die abrupte Zinswende nach dem langanhaltenden extrem expansiven geldpolitischen Kurs mit zunehmenden Verwerfungen sowohl an den Kapitalmärkten als auch in der Realwirtschaft verbunden ist.

Abb. 5: Pleiten im US-Bankensektor (Anzahl Banken; Assets in USD Mrd.)

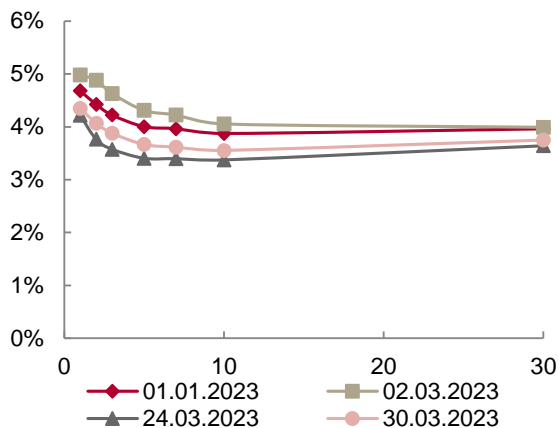


Quelle: FDIC.

Trotz der Turbulenzen an den Finanzmärkten schraubten die führenden Zentralbanken auch im März weiter an der Zinsschraube. Die US-Notenbank Fed erhöhte den Leitzins trotz der Verwerfungen am US-Bankenmarkt um weitere 25 Bp. auf eine Bandbreite von 4,75-5%. Die EZB und die SNB erhöhten ihre Leitzinsen jeweils um 50

Bp. auf 3,5% (EZB) bzw. 1,5% (SNB). Während die Mitglieder des Offenmarktausschusses in ihren Zinsprognosen weiter davon ausgehen, dass die Fed den Leitzins dieses Jahr noch einmal erhöht und dann bis zum Jahresende auf diesem hohen Niveau belässt, gehen die Finanzmärkte derzeit von zwei Zinssenkungen um etwas mehr als 50 Bp. bis Jahresende aus. Insgesamt ist die Aufgabe für die Zentralbanken in den letzten Wochen schwieriger geworden, einerseits wegen der höher als erwarteten Kerninflation, andererseits aufgrund von Finanzstabilitätsbedenken, die sich mit den Zinserhöhungen weiter verschärfen könnten.

Abb. 6: Zinsstrukturkurve in den USA
(Rendite nach Laufzeit in Jahren in Prozent)



Quelle: Bloomberg.

Vor dem Hintergrund der steigenden Finanzstabilitätsrisiken haben sich – trotz des anhaltend starken Inflationsdrucks – die Zinserwartungen zuletzt deutlich abwärts bewegt (Abb. 6). Die globalen Aktienmärkte verzeichneten zu Jahresbeginn aufgrund des Rückgangs der Inflation und positiver Konjunkturdaten deutliche Kursgewinne. Seit Anfang März haben die Aktienindizes jedoch im Lichte der steigenden Finanzstabilitätsrisiken wieder merklich nachgegeben, insbesondere Banktitel verloren stark an Wert. Gleichzeitig sind die Renditen auf 10-jährige US-Staatsanleihen seit Anfang März um etwa einen halben Prozentpunkt gefallen, eine ähnliche Bewegung gab es an den Anleihenmärkten in Europa. Mit den niedrigeren Zinserwartungen ergibt sich erneut eine erhebliche Lücke zwischen den Erwartungen der US-Notenbank Fed und den

Märkten, was – im Falle der Implementierung der Geldpolitik, wie diese derzeit von den Notenbanken kommuniziert wird – entsprechende Risiken von weiteren Kurskorrekturen impliziert.

3. Risiken

Die anhaltende Inflation bleibt ein zentrales Risiko für die volkswirtschaftliche Entwicklung. Eine persistent hohe Inflation ist mit wesentlichen Nachteilen verbunden, da sie zu unerwünschten Umverteilungseffekten, hoher Unsicherheit und einem Kaufkraftverlust führt, was insbesondere bei armen Haushalten zu einem grossen Problem werden kann. Darüber hinaus wird es mit zunehmender Dauer der hohen Inflation immer schwieriger, Preisstabilität zu erreichen, da die Inflationserwartungen steigen und Lohn-Preis-Spiralen wahrscheinlicher werden. Umgekehrt impliziert die Straffung der Geldpolitik eine erhebliche Belastung für die Realwirtschaft und die Finanzmärkte, nicht zuletzt aufgrund von steigenden Refinanzierungskosten, was sich in den nächsten Monaten weiter verstärken könnte.

Gleichzeitig sehen sich die Zentralbanken zunehmenden Finanzstabilitätsrisiken gegenüber, welche den Kampf gegen die Inflation torpedieren könnten. Weitere Leitzinserhöhungen im Kampf gegen die Inflation könnten das Risiko von Finanzmarkturbulenzen erhöhen und sich auch negativ auf die Finanzstabilität auswirken. Die US-Notenbank Fed, aber auch die SNB, reagierten mit massgeschneiderten Instrumenten, um die Banken mit entsprechender Liquidität zu versorgen. Zwar konnten sie die geldpolitische Ausrichtung über Zinserhöhungen trotzdem weiter straffen, jedoch wirken die eingesetzten Instrumente als Liquiditätserhöhung trotzdem expansiv. Mit zunehmenden Zinserhöhungen wird dieser Spagat zwischen der Sicherstellung der Preisstabilität einerseits und der Gewährleistung der Finanzstabilität andererseits immer schwieriger, nicht zuletzt auch deshalb, weil die Verschuldung auf globaler Ebene über viele Länder und Sektoren hinweg in den letzten Jahren deutlich zugenommen hat.

Das Risiko von Kurskorrekturen bleibt unverändert hoch. Die internationalen Finanzmärkte

gehen weiter davon aus, dass die Leitzinsen bereits im Laufe dieses Jahres wieder fallen werden. Diese Erwartungen haben sich durch die Finanzmarkturbulenzen der letzten Wochen weiter verstärkt. Dieses Szenario scheint angesichts der anhaltend hohen Inflation – auch aus Sicht der Fed – jedoch (zu) optimistisch. Das Risiko weiterer Kurskorrekturen bleibt daher hoch, wenn entweder (1) die Zinsen stärker steigen, als dies von den Märkten derzeit erwartet wird, (2) die Konjunktur doch stärker abkühlt, oder (3) wenn sich weitere Finanzstabilitätsrisiken materialisieren, wie dies in den letzten Wochen der Fall war.

Während der Schweizer Währungsraum durch die niedrige Inflation und den damit weniger abrupten Zinsanstieg grundsätzlich begünstigt ist, sind die Finanzstabilitätsrisiken auch hierzulande gestiegen. Die globalen Entwicklungen machen sich aufgrund der tieferen Inflationsraten und dem moderateren Zinsanstieg in der Schweiz und in Liechtenstein weniger bemerkbar. Dennoch ist auch die Schweiz nicht immun gegenüber globalen Finanzstabilitätsrisiken, wie dies das Beispiel der Notfusion von Credit Suisse und UBS deutlich gezeigt hat. Ausserdem stellen die höheren Zinsen auch im Schweizer Währungsraum eine realwirtschaftliche Belastung dar, speziell in Sektoren, welche eine hohe Verschuldung aufweisen. In Liechtenstein betrifft dies insbesondere den privaten Haushaltssektor, der im internationalen Vergleich sehr hoch verschuldet ist, wodurch die Kosten für den Schuldendienst im Falle von flexiblen Zinsen oder einer Erneuerung der Hypothek aus Sicht des Kreditnehmers stark ansteigen können.

Die aktuellen Turbulenzen in den USA zeigen einmal mehr die zentrale Rolle des Einleger- und Anlegervertrauens für den Finanz- und Bankensektor. Ist das Vertrauen in eine Bank geschädigt, kann dies – wie im Falle der Credit Suisse – zu ernsthaften Problemen und einem schnellen Abfluss von Kundengeldern führen. Die Ereignisse der letzten Wochen zeigen die hohe Bedeutung von guten Fundamentalindikatoren sowie eines vorausschauenden Risikomanagements. Vor dem Hintergrund des – insbesondere im Vergleich mit dem Investment Banking – relativ

risikoarmen Geschäftsmodells der heimischen Banken, guten Kapital- und Liquiditätsindikatoren sowie der stabilen Aktionärsstruktur bei den systemrelevanten Banken ist ein Vertrauensverlust in den liechtensteinischen Bankensektor deutlich unwahrscheinlicher, als dies in anderen Ländern der Fall ist.

30. März 2023

Der Volkswirtschaftsmonitor Q2/2023 wird im Juni 2023 publiziert.