

Volkswirtschaftsmonitor Q2/2022

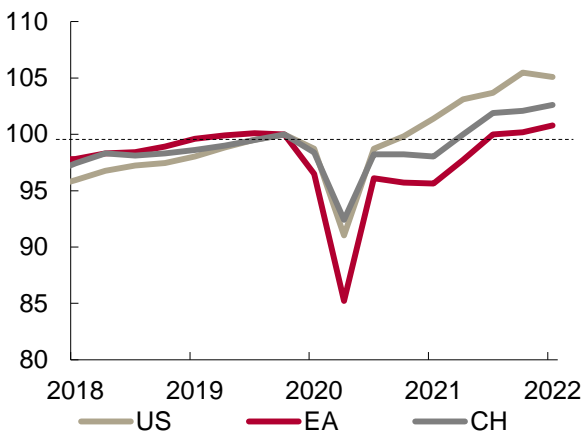
Weltwirtschaft droht Phase anhaltend hoher Inflation sowie konjunkturelle Abschwächung – Finanzstabilitätsrisiken steigen

Der Anstieg der Inflation hat sich im letzten Quartal weiter zugespitzt. Derzeit deuten die verfügbaren realwirtschaftlichen Indikatoren noch auf ein relativ robustes globales Wachstum hin. Steigen jedoch die Inflationserwartungen weiter und verursachen eine Lohn-Preis-Spirale, die vor allem in den USA bevorstehen könnte, so droht die zu zögerliche geldpolitische Antwort für die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte zum Bumerang zu werden. Nach wie vor gehen die Märkte davon aus, dass eine relativ moderate Zinserhöhung der grossen Zentralbanken mittelfristig zu einem deutlichen Rückgang der Inflation führen wird. Dies scheint nur dann plausibel, wenn die Zinserhöhungen zu einem starken Wachstumsrückgang führen, und damit die Inflation nachfrageseitig eingedämmt werden kann. Ist dies nicht der Fall, könnten deutlich stärkere Zinserhöhungen notwendig werden. Vor diesem Hintergrund sind die Finanzmärkte trotz der Korrekturen in den letzten Monaten weiterhin anfällig für Kursverluste. Die real- und finanzwirtschaftlichen Entwicklungen sind mit steigenden Finanzstabilitätsrisiken verbunden. Steigende Zinsen machen die Immobilienmärkte anfällig für Korrekturen und führen zu steigenden Kreditrisiken, was sich zusammen mit dem fallenden Volumen an verwalteten Vermögen negativ auf die Profitabilität der Banken auswirken könnte. Umgekehrt könnte der Zinsanstieg mit einer höheren Zinsmarge verbunden sein, jedoch hängen die Auswirkungen auf die Profitabilität auch davon ab, ob die Banken ihre eigenen Zinsänderungsrisiken adäquat abgesichert haben.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Die globale Konjunktur hat sich zum Jahreswechsel eingetrübt. Vor dem Hintergrund der Omikron-Welle in weiten Teilen Europas und den USA hat sich die Erholung von der pandemiebedingten Rezession in den letzten zwei Quartalen abgeschwächt, wobei die Effekte – je nach Infektionsgeschehen – teilweise zeitlich versetzt zu beobachten waren. Während in den USA und in Japan im ersten Quartal negative BIP-Wachstumsraten verzeichnet wurden, legte das BIP im Euroraum (+0.6% gegenüber dem Vorquartal) sowie in der Schweiz (+0,5%) zu, nachdem in diesen beiden Wirtschaftsräumen im letzten Quartal des Vorjahres sehr schwaches Wachstum verzeichnet worden war (Abb. 1).

Abb. 1: Bruttoinlandsprodukt
(Index, Q4 2019 = 100)

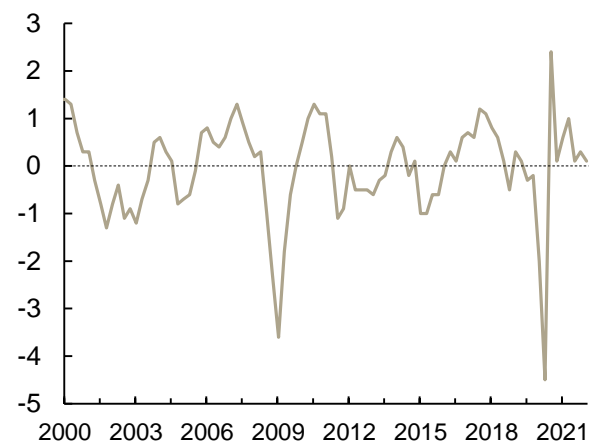


Quellen: Bloomberg, nationale Quellen.

Die Wachstumsaussichten sind derzeit noch vergleichsweise robust, die Abwärtsrisiken nehmen jedoch zu. Frühindikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes (PMI) signalisieren zwar weiterhin positives globales Wachstum, deuten jedoch auch auf eine Abschwächung in den letzten Monaten hin. Die steigende Unsicherheit, die durch den Angebotsschock und die damit verbundene steigende Inflation getrieben wird, dürfte in den nächsten Monaten die Nachfrage dämpfen, insbesondere bei langfristigen Konsumgütern und den Investitionen. An den Arbeitsmärkten bleibt die Situation angespannt. In den USA lag die Arbeitslosenquote im Mai bei tiefen 3,6%, nachdem

die Anzahl offener Stellen in den letzten Monaten sprunghaft auf ein Rekordniveau angestiegen ist. Das knappe Arbeitsangebot begünstigt den Lohndruck, da Unternehmen um die Arbeitskräfte konkurrenzieren, und treibt damit auch die Inflation entsprechend an. Im Euroraum und in der Schweiz ist dieser Effekt schwächer ausgeprägt, der Fachkräftemangel spielt jedoch auch hier eine zunehmende Rolle.

Abb. 2: Konjunkturindikator «KonSens»
(Index)



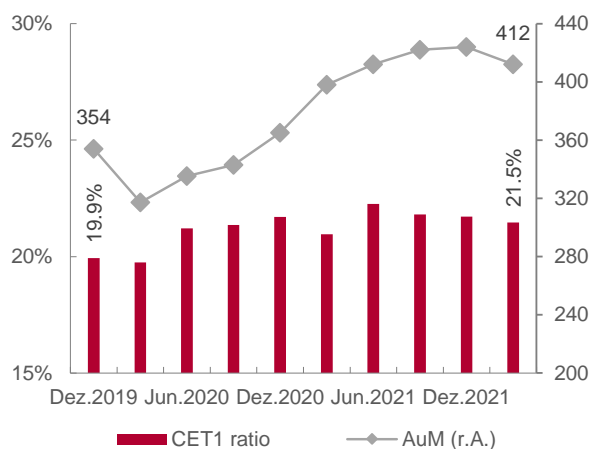
Quelle: Liechtenstein-Institut.

Während das liechtensteinische Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Jahr 2021 von starken Nachholeffekten geprägt war, signalisiert der aktuelle Konjunkturindikator für das erste Quartal durchschnittliches Wachstum (Abb. 3). Mit einer realen BIP-Wachstumsrate von +13% geht das Liechtenstein-Institut in seiner [BIP-Schätzung](#) für das Jahr 2021 von einer starken Erholung aus, nachdem das BIP im Jahr zuvor aufgrund der globalen Rezession und der Eindämmungsmassnahmen der Pandemie mit -10% deutlich eingebrochen war. Die BIP-Schätzung ist zwar aufgrund der hohen konjunkturellen Volatilität in den jüngsten Quartalen sowie möglicher Revisionen der amtlichen BIP-Schätzrechnung für 2020 mit hoher Unsicherheit behaftet, es kann jedoch von einer deutlichen BIP-Erholung im Jahr 2021 ausgegangen werden. Neueste Daten des Konjunkturindicators «KonSens» deuten für das erste Quartal 2022 auf ein durchschnittliches Wachstum der liechtensteinischen Volkswirtschaft hin (Abb.

2). Die konjunkturelle Abkühlung ist u.a. auf eine Abschwächung im Aussenhandel zurückzuführen. Die indirekten Auswirkungen des Ukraine-Krieges – u.a. Lieferengpässe und die nachlassende Kaufkraft aufgrund der hohen Inflation – dürften auch in den kommenden Monaten die liechtensteinsche sowie internationale Konjunktur belasten.

Abb. 3: Liechtensteiner Bankensektor

(konsolidiert; Prozent, CHF Mrd.)



Quelle: FMA.

Der liechtensteinische Bankensektor bleibt weiterhin auf Wachstumskurs (Abb. 3). Während der Bankensektor (auf konsolidierter Ebene) seinen Wachstumskurs auch zu Beginn des Jahres 2022 fortsetzte, was sich u.a. am weiteren Anstieg der aggregierten Bilanzsumme auf CHF 104 Mrd. zeigte, sind die verwalteten Vermögen (AuM) nach einem Allzeithoch zum Jahresende im ersten Quartal um 2.8% auf CHF 412,5 Mrd. gesunken. Zwar profitierten die Banken von weiteren Netto-Neugeldzuflüssen, jedoch führten die negativen Marktentwicklungen insgesamt zu einem Rückgang der AuM im ersten Quartal. Die Kapitalisierung des Bankensektors bleibt nach wie vor auf einem hohen Niveau. Die harte Kernkapitalquote (CET1) betrug am Ende des ersten Quartals 2022 21,5%, ein leichter Rückgang um 0,2 Prozentpunkte gegenüber dem Vorquartal. Die Kapitalisierung hat jedoch – trotz des Wachstumskurses während der letzten zwei Pandemie-Jahre – gegenüber Jahresende 2019 von hohem Niveau weiter zugenommen. Während die aggregierte Profitabilität, gemessen an der Eigenkapitalrendite,

während der Pandemie im Vergleich mit anderen Ländern relativ stabil blieb und in den letzten Quartalen wieder um einen Wert von 6% notierte, führen die aktuellen globalen Entwicklungen zu einer erhöhten Unsicherheit für die Banken. Einerseits könnten die Zinsmargen aufgrund des steigenden Zinsumfelds in den nächsten Jahren steigen, was positive Effekte für die Profitabilität zur Folge hätte. Andererseits werden die Banken jedoch vor dem Hintergrund des schwächeren Wachstums, der höheren Inflation und der steigenden Zinsen mit steigenden Kreditrisiken und höheren Kosten konfrontiert sein, was sich negativ auf die Profitabilität auswirken könnte. Der Bankensektor scheint vor dem Hintergrund der guten Kapital- und Liquiditätsausstattung jedoch nach wie vor gut für die kommenden Herausforderungen gerüstet zu sein.

2. Inflation & Finanzmärkte

Der Inflationsanstieg hat sich in den vergangenen Monaten weiter fortgesetzt und erfasst eine immer breitere Palette von Waren und Dienstleistungen. In den USA stieg die jährliche Inflation, gemessen auf Basis des Verbraucherpreisindex, im Mai auf 8.6% und somit auf den höchsten Wert seit 40 Jahren. Im Euroraum wurde mit 8.1% ein ähnlich hohes Niveau erreicht, während der Inflationsdruck in der Schweiz im Vergleich noch moderat ausfiel (2,9%). Die Preissteigerungen haben mittlerweile eine Vielzahl von Produkten und Dienstleistungen erfasst. Die Kerninflation, welche die volatilen Komponenten (Energie- und Nahrungsmittel) exkludiert und damit ein geeigneteres Mass für den zugrundeliegenden Inflationsdruck darstellt, ist im Euroraum zuletzt auf 3,8%, in den USA sogar auf 6,0% gestiegen. Die Schweiz verzeichnete mit 1,7% hingegen einen deutlich niedrigeren Wert. Obwohl die Basiseffekte der Energiepreise in absehbarer Zeit wieder dämpfend auf die Inflationsraten wirken werden, ist das Risiko in den letzten Monaten gestiegen, dass die hohen Inflationsraten zu einem dauerhaften Anstieg der Inflationserwartungen führen könnten. Vor diesem Hintergrund warnt die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), die «Zentralbank der Zentralbanken»

in Basel, in ihrem kürzlich veröffentlichten [Jahresbericht](#) vor einem entscheidenden Punkt («tipping-point»), über dem die «inflationäre Psychologie» sich ausbreiten und verfestigen und zu einem nachhaltigen Paradigmenwechsel – von einem stabilen, niedrigen Inflationsumfeld zu dynamischen Preissteigerungen – führen könnte, der sich in der Folge selber verstärken könne. Dies hängt letztlich vor allem davon ab, ob sich eine Lohn-Preis-Spirale entwickelt, um die gesunkenen Kaufkraftverluste auszugleichen. In diesem Kontext wird eine entschiedene geldpolitische Antwort notwendig sein. Das Risiko dauerhaft höherer Inflation ist vor allem auch deshalb ausgeprägt, weil der aktuelle Preisdruck – anders als in früheren Phasen wie in den 1970er-Jahren – in einem Umfeld von hohen Verwundbarkeiten im Finanzsektor bekämpft werden muss. Den Zentralbanken fällt es aufgrund der hohen Verschuldungsquoten – sowohl im öffentlichen wie auch im privaten Sektor – sowie den hohen Bewertungen an den Finanz- und Immobilienmärkten schwer, die Zinsen im notwendigen Ausmass anzuheben, weil die Kosten für die Marktteilnehmer entsprechend hoch sind.

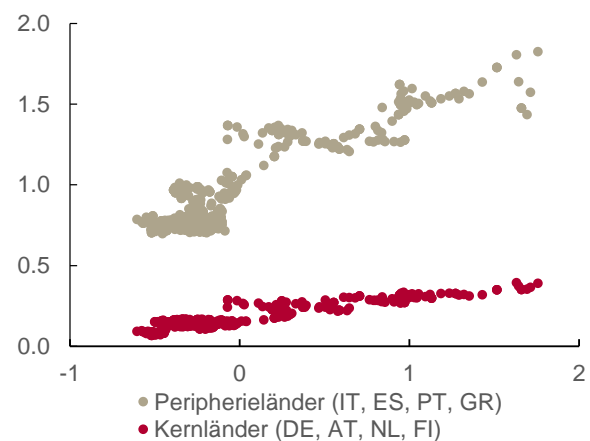
Die US-Notenbank Fed hat die Märkte im Juni mit einem Zinsschritt von 75 Basispunkten überrascht. Im Juni beschloss die Fed eine Erhöhung des Leitzinses um 75 Basispunkte auf eine Bandbreite von 1,5-1,75%. Auch der im Mai beschlossene Abbau der Bilanz («tapering») soll entsprechend fortgeführt werden. In ihrer Stellungnahme verwies die Fed auf den robusten Beschäftigungszuwachs, die niedrige Arbeitslosenquote sowie die nach wie vor hohe Inflation, die ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage im Zusammenhang mit der Pandemie sowie höhere Energiepreise widerspiegeln. In den nächsten Monaten wird mit weiteren Zinserhöhungen gerechnet, sodass der Leitzinssatz bis Jahresende gemäss Erwartungen der Offenmarktausschussmitglieder auf knapp 3,5% steigen wird.

Auch die EZB hat im Juni eine Straffung ihrer Geldpolitik angekündigt. Der EZB-Rat hat in seiner geldpolitischen Sitzung im Juni beschlossen, sein Programm zum Ankauf von Anleihen wie geplant zum Ende des zweiten Quartals einzustellen. Auslaufende Anleihen werden weiterhin

reinvestiert, wodurch die EZB-Bilanz bis auf Weiteres nicht zurückgefahren wird. Die Leitzinsen werden im Juli voraussichtlich um 25 Basispunkte erhöht, weitere Zinsschritte folgen voraussichtlich ab September. Weniger als eine Woche nach ihrer offiziellen Sitzung trat der EZB-Rat zu einer weiteren Ad-hoc-Sitzung zusammen, um die Turbulenzen an den Staatsanleihemärkten des Euroraums zu erörtern. Die Zinsen auf 10-jährige Bundesanleihen sind seit Jahresbeginn um knapp 2 Prozentpunkte angestiegen. Während dieser Anstieg durch die erwartete Straffung der Geldpolitik getrieben und damit durchaus intendiert ist, stellt der starke Anstieg der Risikoprämien bei Staatsanleihen in Peripherieländern (bzw. in Ländern mit hohen öffentlichen Schuldenquoten) aus geldpolitischer Sicht ein Problem dar. Empirisch steigen mit den Zinserwartungen auch die Risikoprämien, wodurch in Ländern mit hoher Staatsverschuldung die Finanzierungsbedingungen deutlich stärker gestrafft werden als in den Euroraum-Kernländern (Abb. 4).

Abb. 4: Zinsen auf 10-jährige Staatsanleihen und Spreads zu Bundesanleihen

(x-Achse: Zinsen in Prozent; y-Achse: Spreads in Prozentpunkten)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.
Sample: Januar 2021 – Juni 2022.

Dies trägt zur Fragmentierung und uneinheitlichen Transmission der Geldpolitik bei. Vor diesem Hintergrund hat der EZB-Rat nach der Sitzung erklärt, diesen Fragmentierungsrisiken mit gezielten Massnahmen entgegenwirken zu wollen. Während das Argument des gestörten geldpolitischen

Transmissionsmechanismus durchaus nachvollziehbar ist, wird in der Debatte weitgehend ausgeblendet, dass durch ein Einschreiten der EZB zur Senkung der Risikoprämien der Marktmechanismus und damit die Marktdisziplin potenziell untergraben wird, was mit entsprechenden Fehlanreizen verbunden sein könnte.

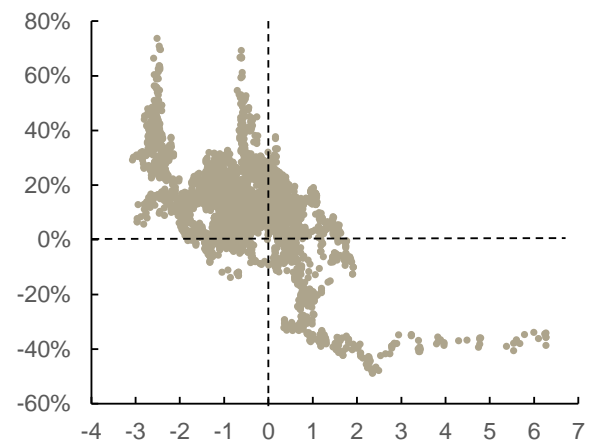
Die SNB hat im Juni den SNB-Leitzins um 0,5 Prozentpunkte erhöht. Im Vergleich zur EZB hat die SNB in ihrer geldpolitischen Sitzung im Juni eine sofortige Leitzinserhöhung von einem halben Prozentpunkt auf -0.25% angekündigt, um dem gestiegenen inflationären Druck entgegenzuwirken. Die real-effektive Abwertung des CHF in den letzten Monaten, die vor allem durch das hohe Inflationsdifferenzial zu den USA und dem Euroraum begründet ist, liess die SNB zum Schluss kommen, dass der CHF nicht länger als «hoch bewertet» einzustufen sei. Dies erhöhte für die SNB den Spielraum, unabhängig von der EZB die Zinsen anzuheben, ohne dass für die Schweizer Volkswirtschaft ein preislicher Wettbewerbsnachteil entsteht. Die SNB signalisierte auch die Bereitschaft, bei Bedarf weiterhin am Devisenmarkt zu intervenieren, wenn dies als notwendig erachtet wird. Im Gegensatz zu den letzten Jahren wurde die Bereitschaft für Devisenmarktinterventionen jedoch symmetrisch formuliert, d.h. dass die SNB sowohl eine zu starke Aufwertung als auch eine zu starke Abwertung des CHF mit entsprechenden Interventionen verhindern könnte. Im Lichte des aktuellen Inflationsanstiegs kommt der stark gewachsenen Bilanz der SNB eine wichtige Rolle zu: Potenziell wäre es durch die grossen Fremdwährungsreserven möglich, eine Abwertung des CHF zu verhindern, ohne dass die SNB die Zinsen unnötig stark anheben (und damit die wirtschaftliche Entwicklung belasten) müsste. Ein starker CHF ist nach wie vor ein entscheidender Faktor im Kampf gegen den Inflationsruck in der Schweiz.

Die globalen Aktienmärkte haben ihre Korrektur in den letzten Wochen fortgesetzt. Die zum Jahreswechsel begonnene Aktienmarkt-Korrektur hat sich in den letzten Wochen fortgesetzt. Der S&P 500 sowie der Eurostoxx 50 notieren relativ zu ihren Höchstständen um mehr als 20% niedriger und erfüllen damit die gängige Definition eines

«Bärenmarktes». Die aktuellen Kursverluste sind vor allem durch den Anstieg der Realzinsen getrieben. Die zweijährigen Realzinsen, die sich aus der Differenz der Nominalzinsen und der Inflationserwartungen über denselben Zeitraum zusammensetzen, bleiben in den USA zwar immer noch im leicht negativen Bereich, sind im letzten halben Jahr aber um mehr als zwei Prozentpunkte gestiegen. Höhere Realzinsen sind für die Aktienmärkte naturgemäss ungünstig, weil die Bewertungen einerseits von den zukünftigen Gewinnen sowie vom Diskontfaktor abhängen. Beide Faktoren werden durch höhere Realzinsen negativ beeinflusst. Empirisch korrelieren höhere Realzinsen daher wenig überraschend mit schlechteren Renditen am Aktienmarkt (Abb. 5). Vor dem Hintergrund der aktuellen Entwicklungen und der Erwartung, dass die Realzinsen weiter steigen dürften, sind die Aussichten damit für die Aktien- und Anleihemärkte derzeit eher gedämpft.

Abb. 5: Realer Zinssatz und Aktienmärkte

(2-j. Realzinssatz in Prozent; Jahresrendite S&P 500 in Prozent)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen.
Sample: 2008-2022.

3. Risiken

Die Finanzstabilitätsrisiken haben vor dem Hintergrund der globalen Entwicklungen in den vergangenen Monaten auch in Liechtenstein zugenommen. Der weitere Anstieg der Inflation, der stärker ausfiel, als dies von den Märkten erwartet worden war, ist mit stärkeren Abwärtsrisiken auch in Bezug auf das Wachstum

verbunden. Ob die derzeit von den Märkten eingepreiste geldpolitische Straffung – in den USA wird in zwei Jahren mit Zinsen von etwas mehr als 3%, im Euroraum mit etwas mehr als 1% gerechnet, was nach wie vor negative Realzinsen impliziert – ausreicht, ist angesichts des Ausmasses des Inflationsschocks in Frage zu stellen. Aus heutiger Sicht scheint dies nur dann plausibel, wenn die Zinserhöhungen zu einem starken Wachstumsrückgang oder zu einer Rezession führen, die aber in den Marktpreisen derzeit nicht eingepreist ist. Schaffen die Zentralbanken mit ihren geldpolitischen Massnahmen tatsächlich das erwünschte «soft landing», ist wohl davon auszugehen, dass die Straffung insgesamt stärker ausfallen wird, als dies die Märkte derzeit widerspiegeln. Dies macht die Aktienmärkte trotz der bereits erheblichen Korrekturen weiterhin anfällig für Kursverluste, sei es getrieben durch einen stärkeren Wachstumsrückgang, oder eben durch einen stärkeren Zinsanstieg, als es derzeit erwartet wird. Auch für die Realwirtschaft hätten höhere Zinsen entsprechende negative Auswirkungen, insbesondere bei den Investitionen und an den Immobilienmärkten. Weitere Abwärtsrisiken für die Realwirtschaft betreffen die Fragmentierung im Euroraum sowie den potenziellen Gaslieferstopp Russlands, was für die europäische Industrie potenziell verheerende Folgen haben könnte.

Die Risiken im Immobilien- und Hypothekarmarkt sind vor dem Hintergrund der Zinsanstiege vermehrt in den Fokus gerückt. Höhere Hypothekarzinsen bedeuten für Kreditnehmer, die Kredite mit variablen Zinssätzen aufgenommen haben oder deren Hypotheken neu abgeschlossen werden, eine höhere Schuldendienstbelastung. Dies könnte für Haushalte mit niedrigem Einkommen eine Herausforderung darstellen, insbesondere in jenen Ländern, in denen die Verschuldung der Haushalte hoch ist. Auch in Liechtenstein sind angesichts der hohen Privatverschuldung und der nun eingeleiteten Zinswende die Risiken an den Immobilien- und Hypothekarmärkten gestiegen. Diese werden jedoch aktuell (noch) nicht als akut angesehen. Einerseits deuten verfügbare Daten darauf hin, dass sich die Immobilienpreise in Liechtenstein in den letzten Jahren weniger dynamisch entwickelt haben als in der Schweiz, und

dass sich daher die Überbewertung in Grenzen halten dürfte. Andererseits führen die liechtensteinischen Banken bei der Kreditvergabe eine Tragbarkeitsanalyse mit einem kalkulatorischen Zinssatz von rund 4.5% durch, wodurch die Kredite in einem solchen Szenario für die Haushalte grundsätzlich leistbar bleiben sollten (wenngleich der Anteil jener Kredite, die eine Ausnahme von diesen internen Richtlinien darstellen, mit rund 23% der gesamten Hypotheken relativ hoch ist). Ein Zinsanstieg auf mehr als 4,5% erscheint derzeit – trotz des Anstiegs in den letzten Monaten – relativ unwahrscheinlich. Zudem ist ein hoher Anteil an Hypotheken mit festem Zinssatz abgeschlossen, was die unmittelbaren Auswirkungen des Zinsanstiegs stark abschwächt, weil sich die höheren Zinsen nur nach und nach auf die Haushalte (und damit den Immobilienmarkt) in Liechtenstein auswirken.

Die Herausforderungen für die Finanzintermediäre werden in naher Zukunft weiter steigen. Höhere Zinsen sind mit einem Anstieg des Kreditrisikos verbunden, was sich negativ auf die Profitabilität des Bankensektors auswirken könnte. Auch die hohen Inflationsraten werden mit steigenden Kosten verbunden sein, und das niedrigere Volumen an verwalteten Vermögen, ausgelöst durch die jüngsten Marktbewegungen, werden zusätzlich auf die Profitabilität drücken. Insgesamt dürften sich die höheren und weiter steigenden Realzinsen in den nächsten Quartalen auch dämpfend auf die Marktentwicklung auswirken. Auf der anderen Seite könnte der Zinsanstieg mit einer höheren Zinsmarge verbunden sein, was die Profitabilität im Bankensektor steigern könnte. Dieser Effekt wird sich aber – aufgrund des hohen Anteils der Festzinskredite – nur nach und nach in der Profitabilität niederschlagen, zudem könnte sich der Zinsanstieg kurzfristig negativ auswirken, wenn die Banken das Zinsrisiko nur unzureichend abgesichert haben.

30. Juni 2022

Der Volkswirtschaftsmonitor Q3/2022 wird im September 2022 publiziert.