



FMA

Finanzmarktaufsicht  
Liechtenstein

## Volkswirtschaftsmonitor Q3/2023

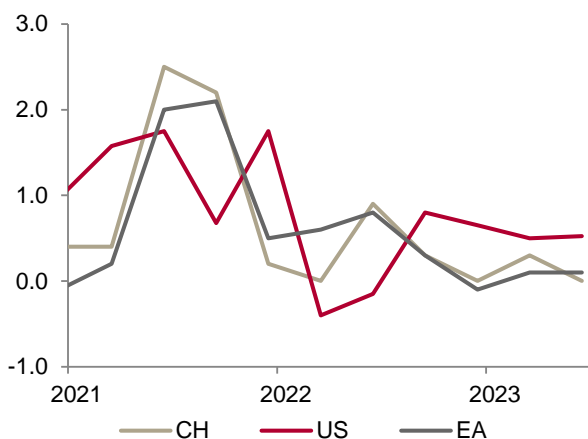
Schwache Konjunktur, Inflation bleibt aber hoch – Bankensektor entwickelt sich positiv, Ausblick aber herausfordernd

*Die globale Konjunktur hat sich in den letzten Quartalen vor dem Hintergrund der geldpolitischen Straffung deutlich abgekühlt, wobei die konjunkturelle Schwäche in Europa stärker ausgeprägt ist als in den USA. Da das schwache Wachstum insbesondere den Industriesektor betrifft, bleibt auch die liechtensteinische Konjunktur vor dem Hintergrund einer verhaltenen Exportentwicklung gedämpft. Der Inflationsdruck bleibt in den USA und im Euroraum trotz des Rückgangs der Inflationsraten hoch, was sich auch anhand der persistenten Kerninflationen zeigt. Es ist wahrscheinlich, dass die Höchststände der Leitzinsen in den wichtigsten Volkswirtschaften bald erreicht sind. Gleichzeitig bleibt die Unsicherheit jedoch hoch, wann und wie schnell eine geldpolitische Lockerung erfolgen kann. Die Finanzmärkte bleiben im aktuellen Umfeld anfällig für Korrekturen. Einerseits sind die Aktienmärkte insbesondere in den USA hoch bewertet, andererseits ist auch die weitere konjunkturelle Entwicklung von hoher Unsicherheit geprägt. Obwohl die Zinsen im Schweizer Franken Währungsraum aufgrund des moderaten Inflationsdrucks deutlich niedriger bleiben als in den meisten anderen Ländern, profitiert der Bankensektor auch hierzulande von der Zinswende. Die steigenden Zinsen erhöhen aber auch bestehende Verwundbarkeiten in jenen Sektoren, in denen die Verschuldung bereits vor dem Zinsanstieg hoch war. Gute Fundamentalfaktoren wie eine hohe Kapitalisierung und ein effektives Risikomanagement bleiben im Bankensektor essenziell, um die Stabilität auch langfristig sicherzustellen.*

## 1. Konjunkturelle Entwicklung

**Während sich die US-Volkswirtschaft robuster zeigt als erwartet, entwickelte sich die europäische Konjunktur im ersten Halbjahr sehr schwach.** Das BIP-Wachstum in den USA blieb trotz der verschärften Finanzierungsbedingungen robust und betrug sowohl im ersten als auch im zweiten Quartal +0,5% (q-o-q). Deutlich schwächer fiel das Wachstum in Europa aus. Der Euroraum entging nur knapp einer Stagnation (jeweils +0,1%), während das BIP in der Schweiz im ersten Quartal um +0,3% zulegen und im zweiten Quartal stagnierte (Abb. 1). Auffallend ist derzeit insbesondere die Schwäche im Industriesektor, auch im August blieben die relevanten Einkaufsmanagerindizes (Manufacturing PMI) in den USA und im Euroraum unter dem Wert von 50 und signalisierten damit weiterhin negatives Wachstum. Besonders schwach entwickelte sich zuletzt die deutsche Volkswirtschaft, die zum Jahreswechsel eine technische Rezession verzeichnete und im zweiten Quartal stagnierte.

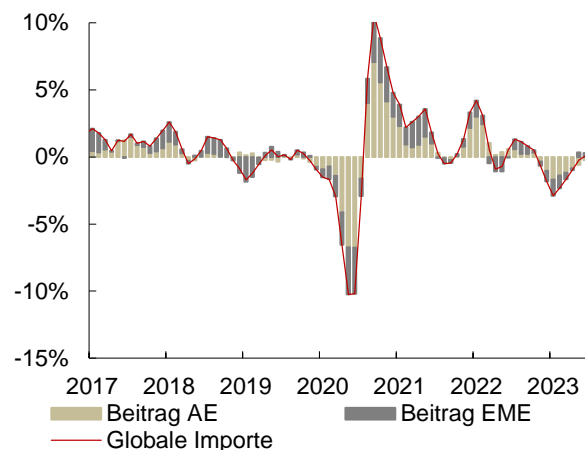
**Abb. 1: Reales BIP-Wachstum**  
(q-o-q in Prozent)



Quelle: Bloomberg.

**Der globale Güterhandel schwächelt weiter.** Die Schwäche in der globalen Industrie macht sich auch anhand der Entwicklungen des globalen Güterhandels bemerkbar. Das Handelsmomentum – definiert als das Wachstum der globalen Importe über drei Monate relativ zu den vorangehenden drei Monaten (3m-o-3m) – blieb im ersten Halbjahr durchwegs negativ (Abb. 2).

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



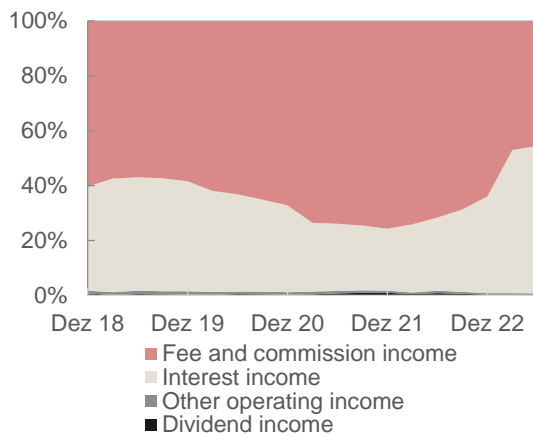
Quelle: CPB. AE = Advanced Economies; EME = Emerging Market Economies.

**Auch in Liechtenstein bleibt die Konjunktur – getrieben von den schwachen Exportzahlen – weiterhin schwach.** Der Konjunkturindikator «KonSens», der vom Liechtenstein-Institut quartalsweise publiziert wird, sank im zweiten Quartal 2023 auf einen Wert von -1,0 – ein deutlicher Rückgang relativ zum ersten Quartal (-0,2). Der Indikator deutet damit weiterhin eine schwache bzw. unterdurchschnittliche Konjunkturentwicklung an. Haupttreiber dieser Entwicklung sind die schwachen Güterexporte. Die Direktexporte blieben im zweiten Quartal um -3,2% unter dem Wert des Vorjahresquartals, und auch im Juli (-6,1% gegenüber dem Vorjahresmonat) und August (-4,0%) setzte sich die schwache externe Nachfrage fort.

**Der Bankensektor profitiert von der Zinswende und verzeichnete ein erfolgreiches erstes Halbjahr.** Per Ende Juni 2023 erreichten die verwalteten Vermögen im Bankensektor auf konsolidierter Ebene mit CHF 434 Mrd. ein neues Allzeithoch, welches nicht nur durch Nettoneugeld, sondern auch durch die Marktentwicklungen im ersten Halbjahr getrieben war. Die Gewinne der liechtensteinischen Banken stiegen auf konsolidierter Ebene um fast 10% relativ zum ersten Halbjahr 2022 auf CHF 355 Mio. Auch die Eigenkapitalrendite (Return on Equity, RoE) nahm weiter zu und betrug per Ende Juni 6,7%. Hauptgrund dieser positiven Entwicklung ist die Zinswende, welche die Zinsmarge und damit den Zinsertrag

deutlich erhöht. Folglich hat sich auch die Zusammensetzung der Erträge im Bankensektor in den letzten Quartalen deutlich geändert: Während der relative Beitrag der Gebühren- und Kommissionserträge abnahm, nahm der Zinsertrag deutlich zu und machte zur Mitte des Jahres 2023 mehr als die Hälfte der Erträge aus (Abb. 3).

**Abb. 3: Erträge des Bankensektors**  
(Beiträge in Prozent der Gesamterträge)



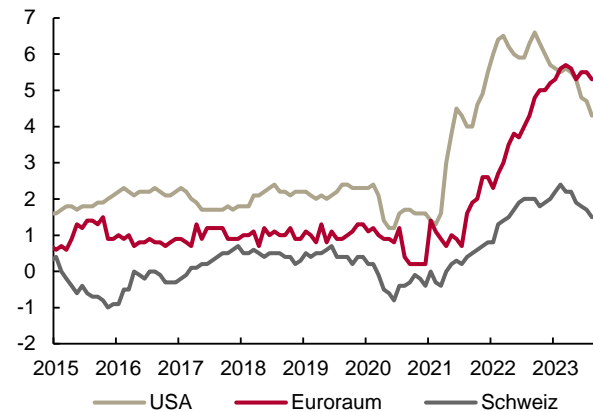
Quelle: FMA. Entwicklungen auf konsolidierter Ebene.

## 2. Inflation & Finanzmärkte

**Der Inflationsdruck bleibt hoch.** Die Inflation hat in den wichtigsten Volkswirtschaften zuletzt weiter nachgelassen. Relativ zu den Höchstständen im zweiten Halbjahr 2022 hat sich der Preisanstieg deutlich verlangsamt und betrug zuletzt 3,2% in den USA, 5,3% im Euroraum und 1,6% in der Schweiz. Während der Wert für die Schweiz damit bereits wieder in die Definition des Preisstabilitätsziels der SNB fiel, gestaltet sich die Situation in den USA und im Euroraum deutlich komplizierter. Der Rückgang der Gesamtinflationsrate ist insbesondere auch auf Basiseffekte (u.a. bei den Energiepreisen) zurückzuführen, der zugrunde liegende Inflationsdruck bleibt aber gleichzeitig hoch. Dies ist an der Entwicklung der Kerninflation erkennbar, welche volatile Komponenten wie Nahrungsmittel- oder Energiepreise unberücksichtigt lässt. Die Kerninflation zeigte mit 4,3% in den USA und 5,3% im Euroraum zuletzt eine hohe Persistenz (Abb. 4), was – in Kombination mit den nach wie vor angespannten Arbeitsmärkten, die von

starkem Fachkräftemangel gekennzeichnet sind – das Risiko von Lohn-Preis-Spiralen erhöht.

**Abb. 4: Kerninflation**  
(Prozent)



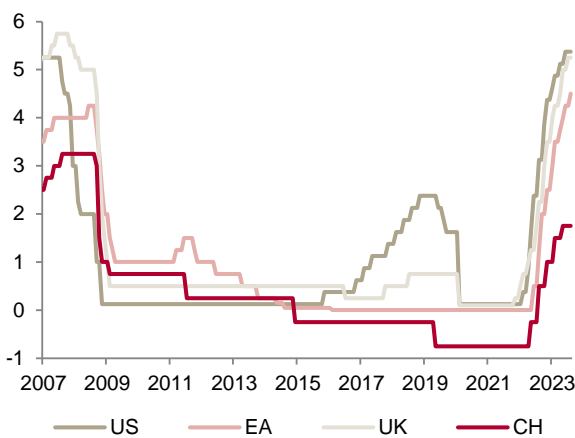
Quelle: Bloomberg.

**Während die EZB weiter an der Zinsschraube drehte, verzichteten die US-Notenbank Fed und die SNB zuletzt auf weitere Erhöhungen.**

Die US-Notenbank Fed belies den Leitzins im September auf der Bandbreite von 5,25-5,5%, obwohl die neu veröffentlichten Prognosen – relativ zum Juni – für 2023 und 2024 von höherem Wachstum und einer niedrigeren Arbeitslosenquote ausgehen. Der Offenmarktausschuss (bzw. die Mehrheit der Mitglieder) geht noch von einer weiteren Zinserhöhung um einen Viertelprozentpunkt vor Jahresende aus. Gemäss aktuellen Prognosen könnten 2024 zwei Zinssenkungen folgen, bevor der Leitzinssatz bis Ende 2025 wieder unter vier Prozent sinken könnte. Damit gehen nicht nur die Märkte, sondern auch die Verantwortlichen in der Zentralbank von einem «higher-for-longer»-Szenario aus, d.h. dass die Zinsen für eine längere Zeit höher bleiben müssen, um die Inflation auf ein Niveau zu senken, das mit dem Preisstabilitätsziel der Fed kompatibel ist. Die EZB erhöhte die Leitzinssätze im September erneut um einen Viertelprozentpunkt, der marktrelevante Einlagezinssatz beträgt nun 4%. Mit einem erwarteten Wachstum von 0,7% im Jahr 2023, 1,0% in 2024 und 1,5% in 2025 gehen die Währungshüter weiterhin von schwachem Wachstum aus. Etwas anders gestaltete sich die Entscheidung der SNB, die bei ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung im

September nicht an der Zinsschraube drehte und den Leitzinssatz unverändert bei 1,75% belies (Abb. 5). Im Falle aller drei Zentralbanken geht auch die Bilanzreduktion weiter, welche die Überschussliquidität reduziert und damit – neben den höheren Zinsen – auch für verschärfte Finanzierungsbedingungen sorgt.

**Abb. 5: Leitzinsen der Zentralbanken (Prozent)**

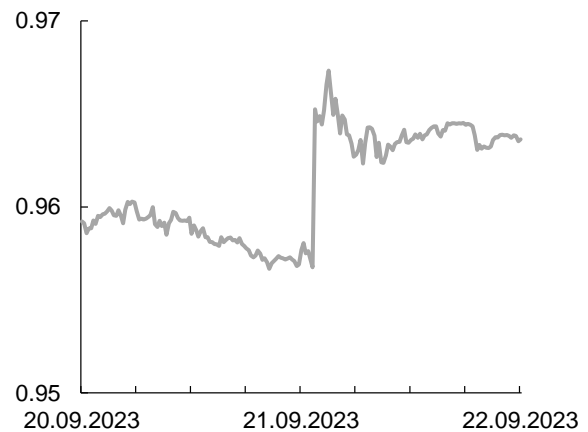


Quelle: Bloomberg.

**Die Zinsentscheidung der SNB kam für die Märkte durchaus überraschend.** Die SNB geht im Vergleich zum Juni aufgrund der stärker als erwarteten konjunkturellen Abkühlung von einer leicht niedrigeren Inflationsentwicklung über die nächsten drei Jahre aus. Vor diesem Hintergrund belies die SNB den Leitzinssatz unverändert bei 1,75%. Diese Entscheidung kam für viele Marktteilnehmer überraschend, was sich u.a. anhand des Wechselkurses des CHF zum EUR zeigte (Abb. 6). Der CHF wertete nach Bekanntgabe der Entscheidung innerhalb von wenigen Minuten um etwa 1% ab. Die niedrigeren Zinsen (relativ zu den Markterwartungen) führten aufgrund der Zinsparitätsbedingung zu einer Abwertung. Mit der Abwertung des Frankens könnte sich der Inflationsdruck temporär erhöhen, da sich die Importe über den schwächeren Wechselkurs verteuern. Auf der anderen Seite kann die SNB auch jederzeit mit Verkäufen von Devisen intervenieren, um den Franken zu stärken und damit den Inflationsdruck zu

dämpfen. Das SNB-Direktorium betonte, dass sie mit dieser Entscheidung den bestehenden Unsicherheiten Rechnung trage, und dass sie nicht zögern werden, die Geldpolitik weiter zu straffen, falls dies als notwendig erachtet wird.

**Abb. 6: CHF-Wechselkurs (CHF pro EUR)**



Quelle: Bloomberg.

**Zudem informierte die SNB auch über eine Initiative, um die Liquidität im Krisenfall zukünftig für alle Banken zu verbessern, indem Hypotheken als Sicherheit akzeptiert werden.** Hypotheken sind die weitaus bedeutendste illiquide Bilanzposition im Bankensystem und machen rund 85% des inländischen Kreditvolumens in der Schweiz aus. Die SNB arbeitet derzeit an einem System, damit die Banken im Bedarfsfall Liquidität gegen Hypotheken beziehen können, indem die Hypotheken auf die SNB übertragbar sind. Mit dem neuen digitalen Prozess soll diese Liquidität in Zukunft im Bedarfsfall auch nicht systemrelevanten Banken zur Verfügung stehen. Damit dürfte eine Liquiditätskrise im schweizerischen Bankensektor nicht nur deutlich unwahrscheinlicher werden, eine solche könnte auch besser adressiert werden.<sup>1</sup>

### 3. Risiken

**Die aktuelle Schwäche der globalen Wirtschaft – und insbesondere des Industriesektors – trüben den Ausblick für die liechtensteinische**

<sup>1</sup> Siehe dazu auch: [Einleitende Bemerkungen des Direktoriums, SNB, 21.09.2023.](#)



**Realwirtschaft.** Liechtenstein hängt als kleine und offene Volkswirtschaft von der externen Nachfrage der Handelspartner ab. Die globale Handelschwäche und die eingetrübte Konjunktur in wichtigen Exportmärkten, darunter auch Deutschland, werden in den nächsten Monaten auf die konjunkturelle Entwicklung in Liechtenstein drücken. Der Arbeitsmarkt in Liechtenstein bleibt hingegen gewohnt robust, zuletzt betrug die Arbeitslosenquote gerade einmal 1,3% und die Anzahl offener Stellen bewegt sich weiterhin auf einem hohen Niveau.

**Die Finanzmärkte bleiben im aktuellen Umfeld anfällig für weitere Korrekturen.** Die Märkte zeigen sich derzeit optimistisch sowohl in Bezug auf das Gewinnwachstum als auch in Bezug auf einen relativ raschen Rückgang der Zinsen (und damit der Inflation). Gleichzeitig gibt es aber Anzeichen, dass die Inflation deutlich persistenter ausfallen könnte, als dies derzeit erwartet wird, u.a. aufgrund von strukturellen Hindernissen wie die demographische Entwicklung oder kurzfristigen Entwicklungen wie anhaltend hohe Lohnabschlüsse, die wiederum in höheren Preisen resultieren werden. Insbesondere in den USA bleiben die Aktienmärkte hoch bewertet. Die sogenannte «Equity Premium», also die erwartete Differenz zwischen der Rendite am Aktien- und Anleihenmarkt, ist auf einen rekordtiefen Wert gefallen.

**Die Banken profitieren derzeit von der Zinswende, die Herausforderungen werden aber in Zukunft steigen.** Die höheren Zinsen sind für die Banken auch mit höheren Zinsmargen und damit höheren Erträgen verbunden. Obwohl die Zinsen im Euroraum und in den USA deutlich höher sind und damit dieser Effekt deutlich stärker ausfällt als in Liechtenstein, profitieren die Banken auch hierzulande von den höheren Zinsen. Parallel dazu entwickelte sich das Marktumfeld im ersten Halbjahr wieder positiv, die Banken verzeichneten auf konsolidierter Ebene ein neues Rekordhoch an verwalteten Vermögen, und die Profitabilität entwickelte sich günstig. Während dies für den Bankensektor und damit auch aus einer Finanzstabilitätsperspektive positive Neuigkeiten sind, könnten die Herausforderungen in den nächsten Quartalen wieder zunehmen. Einerseits ist zu erwarten, dass die Finanzierungskosten – u.a. über höhere

Einlagenzinsen – ansteigen werden, andererseits sind die höheren Zinsen auch mit steigenden Kreditrisiken verbunden, was die Profitabilität auch dämpfen könnte.

**Insgesamt erhöhen die steigenden Zinsen die bereits bestehende Verwundbarkeit verschiedener Marktsegmente.** Hoch verschuldete Sektoren – wie in Liechtenstein der private Haushaltssektor – sind von der Zinswende am stärksten betroffen. Auf internationaler Ebene und insbesondere im Euroraum könnte die Nachhaltigkeit der öffentlichen Verschuldung wieder vermehrt zum Thema werden. Während sich in Liechtenstein die Auswirkungen – auch aufgrund der deutlich niedrigeren Inflation und damit der Zinsen – noch sehr in Grenzen halten, kommt es derzeit in vielen europäischen Ländern an den Immobilienmärkten zu einer Trendwende. Nach starken Anstiegen in den letzten Jahren zeigt der Häuserpreisindex in Deutschland beispielsweise ein Minus von fast 10% gegenüber dem Vorjahresquartal an.

**Der liechtensteinische Bankensektor bleibt weiterhin stabil.** Erst vergangene Woche bestätigte S&P Global das BICRA Rating für den liechtensteinischen Bankensektor. In der «Risk Assessment Group» 2 beurteilt die Ratingagentur die Risiken im Bankensektor im globalen Vergleich als «relativ niedrig» und stuft Liechtenstein damit mit Ländern wie der Schweiz, Singapur oder Luxemburg in der niedrigsten Risikogruppe ein. Als Risiken werden einerseits der überproportional grosse Bankensektor und die Verwundbarkeit aus Reputationsrisiken genannt. Als Stärken werden die wettbewerbsfähige Volkswirtschaft, niedrige Kreditrisiken und die hohe Kapitalisierung genannt. Auch die aktuellen Bestrebungen Liechtensteins, dem Internationalen Währungsfonds (IWF) beizutreten, werden explizit als positive Entwicklung hervorgehoben. Trotz der aktuell günstigen Entwicklungen ist es wichtig, identifizierte Risiken schnell und entschieden zu adressieren, um die Stabilität auch langfristig sicherzustellen.

---

28. September 2023

*Der Volkswirtschaftsmonitor Q4/2023 wird im Dezember 2023 publiziert.*