



FMA

Finanzmarktaufsicht
Liechtenstein

Volkswirtschaftsmonitor Q2/2024

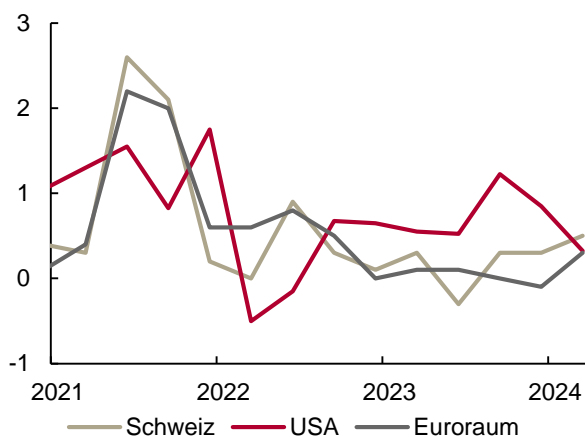
Konjunktur hellt sich etwas auf, Unsicherheit bleibt aber hoch

Während die US-Wirtschaft ihr Wachstum im ersten Quartal verlangsamt hat, entwickelte sich die Konjunktur im Euroraum positiver als erwartet. Wichtige (globale) Vorlaufindikatoren haben sich zuletzt verbessert und deuten nun auf das stärkste Wachstum seit über einem Jahr hin. Aufgrund des schwachen globalen Handelswachstums deuten die konjunkturellen Indikatoren in Liechtenstein nach wie vor auf eine unterdurchschnittliche Entwicklung hin, wobei sich die Konjunkturschwäche zuletzt etwas entspannt hat. Die Kerninflation bleibt im Euroraum und in den USA weiterhin über dem Inflationsziel der Notenbanken. Zwar hat die Europäische Zentralbank (EZB) im Juni aufgrund des nachlassenden Inflationsdrucks ihre Leitzinsen gesenkt, der Anstieg der Zinserwartungen setzte sich allerdings – wie auch in den USA, wo die Fed auf eine Zinssenkung verzichtete – weiter fort. Die Aktienmärkte erreichten teilweise neue Höchststände, nicht zuletzt aufgrund des boomenden Tech-Sektors in den USA. Die Finanzmärkte bleiben weiterhin anfällig für Korrekturen, insbesondere im Falle einer Materialisierung der nach wie vor erhöhten geopolitischen oder makroökonomischen Risiken. Der Bankensektor profitiert sowohl international als auch in Liechtenstein weiterhin von der Zinswende, welche sich positiv auf die Profitabilität auswirkte. Das Umfeld könnte sich in den kommenden Monaten aber verschlechtern, wenn die Zinsen wieder sinken oder sich die Qualität der Vermögenswerte verschlechtert.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Die US-Volkswirtschaft hat im ersten Quartal 2024 ihr Wachstum verlangsamt, während die europäische Konjunktur eine leichte Erholung verzeichnete. Das BIP in den USA stieg um +0,3% gegenüber dem Vorquartal, das Wachstum verlangsamte sich damit erneut. Die Wirtschaft im Euroraum überraschte hingegen positiv und zeigte im ersten Quartal eine BIP-Wachstumsrate von +0,3%, womit das Ende der seit Ende 2022 andauernden Stagnationsphase verzeichnet werden konnte. Auch das BIP-Wachstum in der Schweiz erhöhte sich im zweiten Quartal auf +0,5% (Abb. 1) und dürfte sich gemäss der KOF-Konjunkturprognose ab der zweiten Jahreshälfte 2024 aufgrund der Erholung in Europa weiter beschleunigen. Die Einkaufsmanagerindizes (PMI) haben zuletzt sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor zugenommen und deuten nun auf das stärkste Wachstum seit über einem Jahr hin. Zudem hat die Europäische Kommission in ihrer Frühjahrsprognose das BIP-Wachstum für die EU für das Jahr 2024 leicht nach oben revidiert. Trotz der hohen Unsicherheit und der geopolitischen Risiken wird eine moderate Erholung der europäischen Wirtschaft und nur eine moderate Abkühlung für die USA im Laufe dieses Jahres erwartet, unterstützt durch den privaten Konsum aufgrund der sinkenden Inflation und das anhaltende Beschäftigungswachstum.

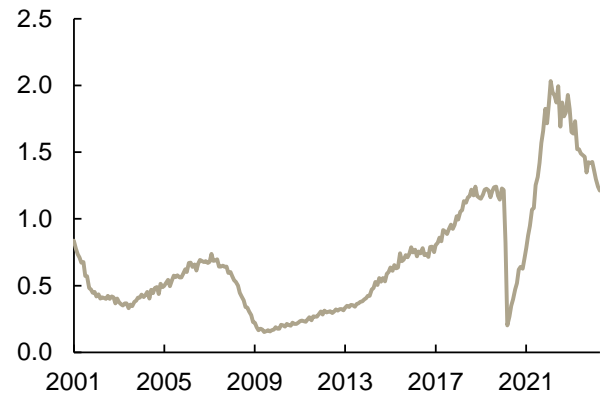
Abb. 1: Reales BIP-Wachstum
(q-o-q in Prozent)



Quelle: Bloomberg.

Die Arbeitsmärkte bleiben trotz der globalen Konjunkturschwäche weiterhin stark. Die Arbeitslosenquoten in den USA (4,0%), im Euroraum (6,4%), der Schweiz (2,4%) und Liechtenstein (1,6%) bleiben weiterhin stabil auf einem niedrigen Niveau. Dank dem breit abgestützten Beschäftigungswachstum wurden in der EU über zwei Millionen neue Arbeitsplätze im Jahr 2023 geschaffen, wodurch die Beschäftigungsquote zuletzt neue Höchststände erreichte und die Arbeitslosenquote nach wie vor nahe ihren Rekordtiefständen notiert. In den USA ist die Anzahl der offenen Stellen weiter gesunken (Abb. 2), bleibt aber – insbesondere im Vergleich zur Anzahl Arbeitsloser – im historischen Vergleich immer noch hoch. Trotz der starken Beschäftigungszuwächse bleibt der Arbeitskräftemangel damit nach wie vor eine zentrale Herausforderung für die Unternehmen.

Abb. 2: USA: Arbeitsmarkt
(offene Stellen pro Arbeitslose)



Quelle: Bloomberg.

Die liechtensteinische Konjunktur wächst – insbesondere durch den schwachen globalen Güterhandel – weiterhin unterdurchschnittlich. Der Konjunkturindikator «KonSens», der vom Liechtenstein-Institut quartalsweise veröffentlicht wird, zeigt nun seit über zwei Jahren negative Werte, was darauf hindeutet, dass das Wachstum der liechtensteinischen Volkswirtschaft unterdurchschnittlich bleibt. Zwar hat sich die konjunkturell schwierige Situation in Liechtenstein zuletzt leicht entspannt, der Wert des KonSens stieg im ersten Quartal 2024 gegenüber dem Vorquartal von -0,9 auf -0,2. Die konjunkturelle Schwäche

spiegelt sich auch in den Aussenhandelszahlen wider. Das wirtschaftliche Wachstum in Liechtenstein ist weiterhin stark von der Entwicklung der wichtigsten Handelspartner abhängig. Der weltweit schwache Güterhandel dämpft daher die Konjunktorentwicklung in Liechtenstein.

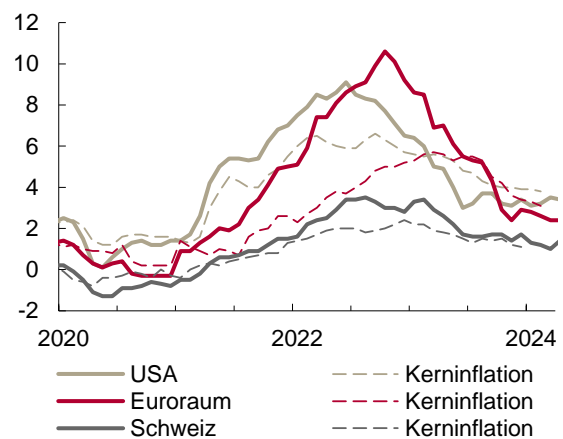
Der Bankensektor profitiert weiterhin von den höheren Zinsen, die Gewinnaussichten trüben sich jedoch ein. Die verwalteten Vermögen im Bankensektor nahmen im ersten Quartal 2024 aufgrund positiver Markteffekte und Neugeldzuflüsse weiter zu und erreichten mit über CHF 480 Milliarden auf konsolidierter Ebene neue Höchststände. Zuletzt ist die Profitabilität im liechtensteinischen Bankensektor jedoch leicht zurückgegangen, da die Zinsmargen aufgrund steigender Finanzierungskosten – nicht zuletzt auch deshalb, weil die Einleger das Geld nicht mehr auf nicht verzinsten Konten liegen lassen – abnehmen. Die makrofinanziellen Risiken auf globaler Ebene, die im europäischen Vergleich unterdurchschnittliche Profitabilität sowie das hohe Aufwand-Ertragsverhältnis implizieren ein Gesamtumfeld, das für den Bankensektor weiterhin herausfordernd bleibt.

2. Inflation & Finanzmärkte

Die Inflation hat sich in den vergangenen Monaten seitwärts entwickelt und liegt in vielen Ländern weiterhin über dem Zielwert der Notenbanken. Im Mai 2024 betrug der jährliche Preisanstieg in den USA 3,3%, etwas niedriger als in den beiden Monaten zuvor. Im Euroraum lag die Inflationsrate zuletzt bei 2,6% (2,4% im April), während sie in der Schweiz mit 1,4% bereits auf wesentlich niedrigeren Werten notierte (Abb. 3). Die Kerninflation, die volatile Komponenten wie Nahrungsmittel- oder Energiepreise nicht berücksichtigt, liegt sowohl in den USA (3,4%) als auch im Euroraum (2,9%) weiterhin deutlich über dem Inflationsziel der jeweiligen Notenbank. Angesichts der hartnäckig hohen Inflation hielt die US-Notenbank Fed auch in ihrer Juni-Sitzung an ihrer straffen Geldpolitik fest und liess den Leitzins unverändert auf einer Bandbreite zwischen 5,25% und 5,5%. Die Fed hat eine Zinssenkung für dieses Jahr signalisiert, will jedoch erst handeln, wenn eine nachhaltige Rückkehr zu Preisstabilität

beobachtet wird. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat aufgrund des nachlassenden Preisdrucks und den sinkenden Inflationserwartungen im Juni ihre Leitzinsen erstmals seit fünf Jahren um 25 Basispunkte gesenkt, sodass der Zins für die Einlagefazilität nun 3,75% beträgt. Trotz der Zinssenkung signalisierte die EZB, dass die Inflation bis weit ins nächste Jahr über dem Ziel von 2% bleiben wird, weshalb die restriktive Geldpolitik fortgesetzt werden müsse. Die Kerninflation in der Schweiz ist seit der ersten Zinssenkung der Schweizerischen Nationalbank (SNB) im März leicht gestiegen und lag im Mai bei 1,2%. Die aktuelle Inflation in der Schweiz (1,4%) wird vor allem von der Teuerung der inländischen Dienstleistungen bestimmt. Im Juni hat die SNB in diesem Jahr bereits zum zweiten Mal den Leitzins um 25 Basispunkte auf 1,25% gesenkt, da der zugrundeliegende Inflationsdruck gegenüber dem Vorquartal nochmals gesunken ist.

Abb. 4: Inflation (Prozent)

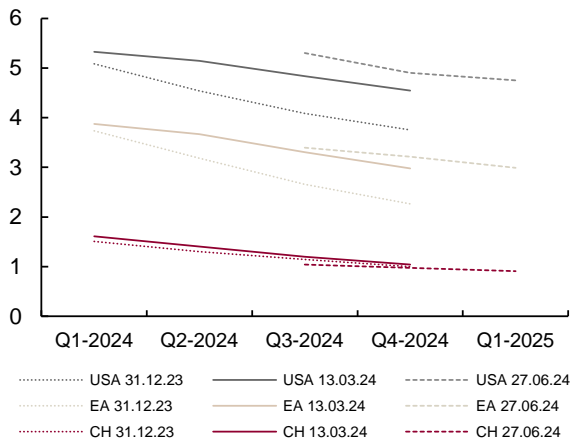


Quelle: Bloomberg.

Die persistenten Kerninflationraten könnten weitere Zinssenkungen verzögern. Die nur langsam sinkende (Kern-)Inflation spiegelt sich auch in den implizierten Zinserwartungen wider. Zu Beginn des Jahres erwarteten die Märkte in den USA, dass die Leitzinsen zu Jahresende bei 3,75% liegen würden. Diese Erwartung hat sich in den letzten Monaten aufgrund des weniger starken Rückgangs der Inflation deutlich nach oben verschoben und liegt Ende Juni bei 4,9%. Auch im

Euroraum ist die Entwicklung ähnlich, wo der Markt zu Jahresbeginn Zinsen von 2,3% erwartete, diese Erwartung nun auf 3,2% nach oben korrigiert hat. In der Schweiz haben sich die Zinserwartungen am Jahresende aufgrund der tieferen Inflationszahlen weniger stark geändert und haben sich aufgrund der Zinsschritte sogar leicht nach unten verschoben.

Abb. 4: Implizierte Zinserwartungen (Prozent)

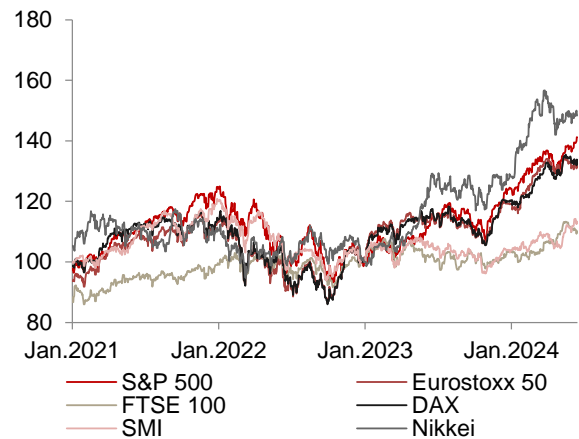


Quelle: Bloomberg.

Die hohe Bewertung an den Aktienmärkten setzt sich fort, insbesondere in den USA. Die Märkte haben bereits ein Szenario einer moderaten Erholung für die US- und Euroraum-Wirtschaft eingepreist, weshalb die Aktienmärkte neue Höchststände verzeichnen. In den USA werden die Märkte insbesondere von der anhaltenden Überperformance der «Magnificent 7» – den grossen Tech-Unternehmen – getrieben. Vor diesem Hintergrund erreichte die Konzentration auf dem US-Aktienmarkt ein neues Rekordniveau, wie sich an den hohen Markt kapitalisierungsanteilen der zehn grössten Unternehmen im S&P 500 von etwa 35% zeigt. Die hohen Bewertungen an den US-Aktienmärkten zeigen sich auch an den zyklisch bereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnissen (CAPE Index), während die Aktienbewertungen im Euroraum etwa auf historischen Durchschnittswerten liegen. Die geringe Volatilität am US-Aktienmarkt, niedrige Anleihen-Spreads und hohe Preise von Kryptowährungen deuten auf eine erhöhte Risikobereitschaft hin. Die zuletzt stark gestiegene

implizierte Volatilität am Aktienmarkt im Euroraum verdeutlicht, wie schnell sich die Marktstimmung ändern kann. Bereits geringfügige Schocks oder politische Unsicherheit könnten daher zu erheblichen Korrekturen an den Aktienmärkten führen.

Abb. 5: Globale Aktienmärkte (Index, 01.01.2023 = 100)



Quelle: Bloomberg.

3. Risiken

Die Finanzstabilitätsrisiken haben sich aufgrund des verbesserten Ausblicks etwas entspannt, bleiben jedoch vor dem Hintergrund der geopolitischen Lage weiterhin erhöht. Die globalen Finanzstabilitätsrisiken haben zuletzt aufgrund der allmählich sinkenden Inflation und der gestiegenen Wachstumsaussichten etwas abgenommen. Auch die Kreditausfälle bei privaten Haushalten und bei nichtfinanziellen Unternehmen bleiben – auch auf europäischer und globaler Ebene – begrenzt. Allerdings könnte die Materialisierung verschiedener geopolitischer oder makroökonomischer Risiken zu einem Stimmungsschwung an den Finanzmärkten führen. Eine schwächere Konjunkturentwicklung, eine weitere Eskalation des Ukraine-Konflikts, (systemische) Cybervorfälle bzw. die politische Unsicherheit sowohl in Europa als auch in den USA, die neuen Handelsbeschränkungen und fiskalischen Verwundbarkeiten in vielen Ländern könnten sich beispielsweise negativ auf die internationale Finanzstabilität auswirken. In Liechtenstein trübt die globale Handelsschwäche die konjunkturelle

Entwicklung, welche als kleine offene Volkswirtschaft stark von der externen Nachfrage abhängig ist.

Der Bankensektor profitiert weiterhin von der Zinswende, die Herausforderungen nehmen jedoch zu. Die Profitabilitätsaussichten im Bankensektor nehmen sowohl auf internationaler Ebene als auch in Liechtenstein vor dem Hintergrund der anstehenden Zinssenkungen und der damit abnehmenden Zinsmargen ab. Im Euroraum hat sich die Qualität der Aktiva der Banken zuletzt verschlechtert, insbesondere bei Gewerbeimmobilienkrediten. Diese sind jedoch in der Regel von geringer Grösse und haben somit meist keine systemischen Auswirkungen auf den Bankensektor. Die solide Kapitalausstattung der Banken dürfte auch einen möglichen Anstieg des Kreditrisikos und mögliche Kreditausfälle gut überstehen. Trotzdem bleibt der Ausblick für das Kreditrisiko für private Haushalts- und Unternehmenskredite auf internationaler Ebene unsicher, da die Kreditnehmer zunehmend die Auswirkungen höherer Zinsen zu spüren bekommen. Zudem könnte die Nachhaltigkeit der öffentlichen Verschuldung und die damit verbundenen negativen Effekte auf den Bankensektors («bank-sovereign nexus») in manchen Ländern wieder vermehrt in den Fokus rücken. In Liechtenstein könnten weiter steigende Kosten die bereits unterdurchschnittliche Profitabilität des Bankensektors weiter unter Druck bringen. Allerdings dürften durch die sinkenden Leitzinsen im Schweizer Franken-Währungsraum die zuletzt gestiegenen finanziellen Belastungen von hoch verschuldeten privaten Haushalten in Liechtenstein abmildern und damit positiv zur Finanzstabilität beitragen. Insgesamt bleibt der liechtensteinische Bankensektor mit seiner hohen Kapitalisierung und Liquiditätsausstattung im internationalen Vergleich sehr stabil.

Die Finanzmärkte bleiben weiterhin anfällig für Korrekturen. Die Aktienmärkte haben in den letzten Monaten neue Höchststände erreicht und gehen weiterhin von einer positiven globalen Konjunktur- und Gewinnentwicklung aus. Die hoch bewerteten Märkte bleiben jedoch anfällig gegenüber negativen Nachrichten hinsichtlich des makroökonomischen Umfelds und der Geld- und

Geopolitik. Eine umfassende Neubewertung der Risiken auf den globalen Märkten könnte zu erheblichen Preiskorrekturen bei Vermögenswerten führen und somit die Finanzmärkte vor neue Herausforderungen stellen.

28. Juni 2024

Der Volkswirtschaftsmonitor Q3/2024 wird im September 2024 publiziert.