



FMA

Finanzmarktaufsicht  
Liechtenstein



## Volkswirtschaftsmonitor Q1/2024

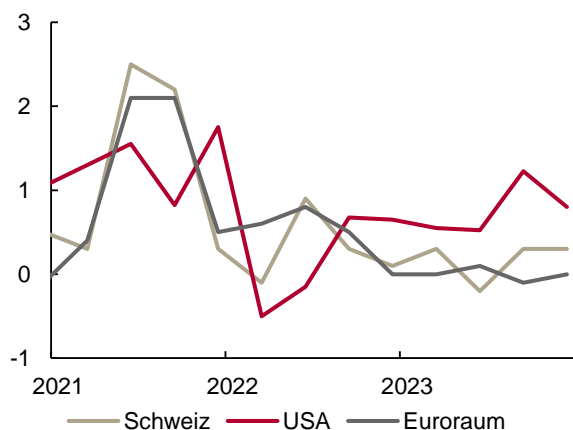
Aktienmärkte erreichen neue Höchststände, Rückgang der Inflation verlangsamt sich

*Die globale Konjunktur hat sich im vierten Quartal trotz der anhaltend hohen Zinsen besser entwickelt als erwartet. Das Wirtschaftswachstum wird vor allem durch die USA und dort insbesondere durch den Dienstleistungssektor angetrieben, während das Wachstum im Euroraum auf tiefem Niveau stagniert. Vor dem Hintergrund des schwachen Handelswachstums auf globaler Ebene verzeichnete die liechtensteinische Volkswirtschaft im Jahr 2022 einen realen Rückgang um 3%, und auch die konjunkturellen Indikatoren für 2023 weisen auf eine unterdurchschnittliche Entwicklung hin. Die Kerninflation im Euroraum und den USA erweist sich als persistenter als erwartet und liegt weiterhin über dem Zielbereich der jeweiligen Notenbanken, was zuletzt zu steigenden Zinserwartungen führte. Die Aktienmärkte entwickelten sich in den letzten Monaten stark und erreichen teilweise neue historische Höchststände. Gleichzeitig implizieren die hohen Bewertungen eine steigende Verwundbarkeit, falls sich konjunkturelle, preisliche oder geopolitische Risiken materialisieren sollten. Vor dem Hintergrund der höheren Zinsmargen konnten die liechtensteinischen Banken ihre Gewinne gegenüber dem Vorjahr erneut leicht steigern, auch bei den verwalteten Vermögen wurden neue Höchststände erreicht. Das hohe Aufwand-Ertragsverhältnis – im Ländervergleich das höchste aller EWR-Länder – zeigt jedoch, dass sich der Bankensektor auch weiterhin in einem herausfordernden Umfeld bewegt.*

## 1. Konjunkturelle Entwicklung

**Die US-Volkswirtschaft setzte ihr Wachstum im vierten Quartal fort, während die europäische Konjunktur weiterhin schwach bleibt.** Die US-Volkswirtschaft wies im vierten Quartal (+0,8% q-o-q) ein etwas schwächeres Wachstum auf als im dritten Quartal 2023 (+1,3%), übertraf jedoch weiterhin die Prognosen. Dieses etwas schwächere Quartalswachstum ist auf das verlangsamte Wachstum im Industriesektor zurückzuführen, während der Dienstleistungssektor weiterhin überdurchschnittlich zum BIP-Wachstum beitrug. Das Wachstum des Euroraums (+0,1%) sowie der Schweiz (+0,3%) konnte auch im vierten Quartal nicht mit dem der US-Wirtschaft mithalten (Abb. 1), obwohl auch der Euroraum positiv überraschte. Die Europäische Kommission erwartet jedoch ein stärkeres Wachstum im Jahr 2024 vor dem Hintergrund einer abschwächenden Inflation und den damit einhergehenden Lockerungen der Kreditbedingungen sowie einer Steigerung der Konsumausgaben. Die anhaltenden geopolitischen Spannungen, das globale Superwahljahr sowie eine potenzielle Eskalation des Nahostkonflikts könnten jedoch die erwartete wirtschaftliche Erholung im Euroraum verzögern.

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

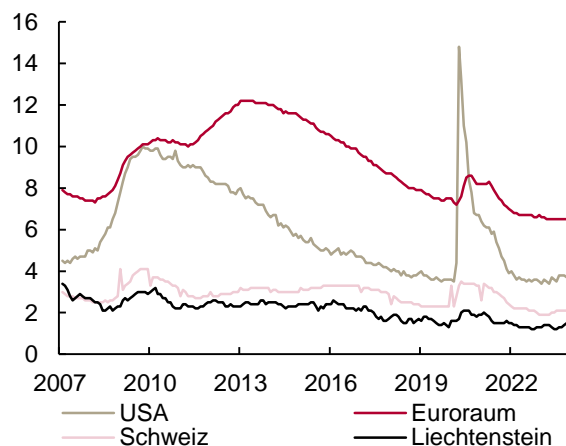


Quelle: Bloomberg.

**Die konjunkturelle Schwäche in Europa schlägt sich kaum auf den Arbeitsmärkten nieder.** Die Arbeitslosenquoten in den USA (3,9%), im Euroraum (6,4%), der Schweiz (2,2%) und

Liechtenstein (1,5%) blieben zuletzt stabil auf einem niedrigen Niveau (Abb. 2). Das schwache Wirtschaftswachstum im Euroraum, in der Schweiz und in Liechtenstein spiegelt sich bisher nicht in höheren Arbeitslosenquoten wider. Die Anzahl der offenen Stellen nimmt jedoch kontinuierlich ab, in den USA zuletzt auf 1,4 offene Stellen pro Arbeitslosen und in Liechtenstein auf 2,8 offene Stellen pro Arbeitslosen. Trotz des Rückgangs bei den offenen Stellen bleibt der Arbeitskräftemangel damit weiterhin eine wichtige Herausforderung für die Unternehmen.

**Abb. 2: Arbeitslosenquoten**  
(Prozent)



Quelle: Nationale Quellen, Bloomberg.

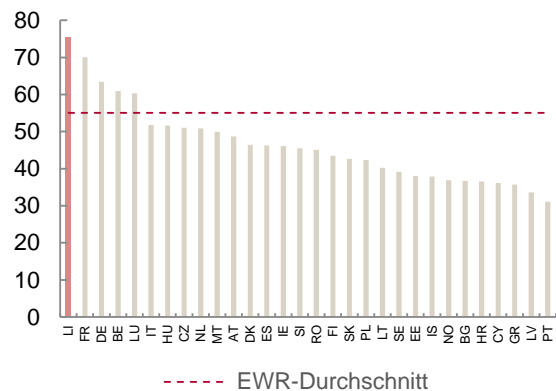
**Die liechtensteinische Konjunktur entwickelt sich weiterhin unterdurchschnittlich.** Im März veröffentlichte das Amt für Statistik die BIP-Schätzrechnung für das Jahr 2022. Das liechtensteinische BIP ging im Jahr 2022 zu laufenden Preisen um -0,2% zurück (-3,0% real, vor dem Hintergrund einer Teuerung von 2,8%). Dadurch verringerte sich das BIP Liechtensteins im Jahr 2022 von CHF 7'046 Millionen auf CHF 7'029 Millionen. Der KonSens, ein Konjunkturindex des Liechtenstein-Instituts, weist für alle vier Quartale 2023 (Q4: -0,90) negative Werte auf, was darauf hindeutet, dass das Wachstum der liechtensteinischen Volkswirtschaft über das gesamte Jahr unterdurchschnittlich blieb. Die konjunkturelle Schwäche im Jahr 2023 zeigt sich auch in den Aussenhandelszahlen. Die Warenexporte Liechtensteins lagen im vierten Quartal um 2,9% und

die Importe um 16,1% unter dem Wert des Vorjahresquartals. Das konjunkturelle Wachstum in Liechtenstein ist weiterhin stark von der Entwicklung seiner wichtigsten Handelspartner abhängig. Gleichzeitig zeigt eine strukturelle Analyse das Liechtenstein-Instituts<sup>1</sup>, dass die langfristige Entkoppelung des inländischen Handelswachstums von der globalen Konjunktur v.a. darauf zurückzuführen sein dürfte, dass die Produktionskapazitäten der liechtensteinischen Industrieunternehmen v.a. im Ausland ausgebaut wurden, während am Standort Liechtenstein im gleichen Zeitraum insbesondere Forschungs- und Headquarterfunktionen ausgeweitet wurden. Für diesen Strukturwandel dürfte auch die andauernde Aufwertungstendenz des Schweizer Franks und die sich dadurch verschlechternde internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit eine nicht unwichtige Rolle gespielt haben.

**Der Bankensektor verzeichnete ein erfolgreiches Jahr 2023 und setzte den Wachstumskurs fort.** Vor dem Hintergrund anhaltend hoher Zinsen verzeichneten die Banken im Jahr 2023 positive Ergebnisse. Der Gewinn des konsolidierten Bankensektors belief sich auf Basis von vorläufigen Zahlen auf etwas mehr als CHF 650 Millionen, was einen Anstieg um ca. 3% im Vergleich zum Vorjahr bedeutet. Die verwalteten Vermögen stiegen ebenfalls auf über CHF 453 Milliarden an und verzeichneten damit einen neuen Rekordwert. Obwohl die veröffentlichten Zahlen im Bankensektor insgesamt positiv zu bewerten sind, gab es mit dem erneuten Anstieg des Aufwand-Ertragsverhältnisses auch einen Wermutstropfen, liegt man doch im europäischen Vergleich bei dieser Effizienz Kennzahl an der Spitze (Abb. 3). Auffallend ist dabei insbesondere, dass in Liechtenstein im letzten Jahr – im Umfeld steigender Zinsen und damit Zinserträge – die Kosten stärker gestiegen sind und damit die Eigenkapitalrendite im europäischen Vergleich unterdurchschnittlich zugenommen hat. Angesichts des personalintensiven Geschäftsmodells des Private Banking ist zwar ein strukturell erhöhtes Aufwand-Ertrags-Verhältnis

zu erwarten. Gleichzeitig könnte die Profitabilität aufgrund des hohen Kostenanteils in einem Krisenszenario mit rückläufigen Erträgen schneller in Mitleidenschaft gezogen werden als in anderen Ländern, was entsprechende systemische Risiken impliziert.

**Abb. 3: Aufwand-Ertragsverhältnis (Prozent)**



Quelle: EBA

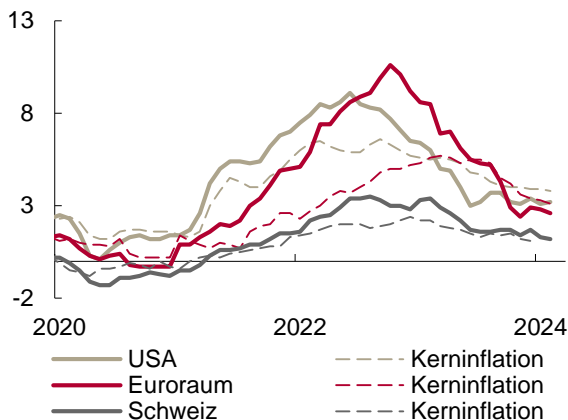
## 2. Inflation & Finanzmärkte

**Die Inflation in den grossen Volkswirtschaften sank weniger stark als noch zu Jahresanfang erwartet.** In den USA ist die Inflation aufgrund höherer Energiepreise und Ausgaben für Wohnraum im Februar auf 3,2% y-o-y (gegenüber 3,1% im Vormonat) angestiegen. Im Euroraum betrug die Inflationsrate im Februar 2,6% (gegenüber 2,8% im Vormonat), während sie in der Schweiz bei 1,2% (gegenüber 1,3% im Vormonat) lag (Abb. 4). Die Kerninflation, die volatile Komponenten wie Nahrungsmittel- oder Energiepreise nicht berücksichtigt, liegt sowohl in den USA (bei 3,8%) als auch im Euroraum (bei 3,1%) weiterhin deutlich über dem Inflationsziel der jeweiligen Notenbanken. Dies impliziert – kombiniert mit dem anhaltenden Fachkräftemangel – weiterhin ein erhöhtes Risiko für eine Lohn-Preis-Spirale. Vor diesem Hintergrund senkte die US-Notenbank die Leitzinsen (noch) nicht, signalisierte jedoch in ihrem

<sup>1</sup> Berend, L.; Brunhart, A.; Geiger, M. (2024): Stagnation der liechtensteinischen Güterexporte: Bestandsaufnahme und Ursachensuche. LI Focus 2/2024. Liechtenstein-Institut.

Ausblick, dass der Leitzins im Verlauf des Jahres um 0,75 Prozentpunkte sinken dürfte. Die Kerninflation in der Schweiz liegt hingegen bereits seit Mitte 2023 im Zielbereich der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Diese Entwicklung trug dazu bei, dass die SNB bei ihrer letzten Sitzung im März den Leitzins um 0,25 Prozentpunkte auf 1,5% senken konnte. Die Zinssenkung setzte den Franken-Wechselkurs u.a. gegenüber dem Euro unter Druck, was die importierte Inflation anheizen könnte. Gleichzeitig werden aber auch im Euroraum und in anderen wichtigen Volkswirtschaften in den nächsten Monaten erste Zinssenkungen erwartet.

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

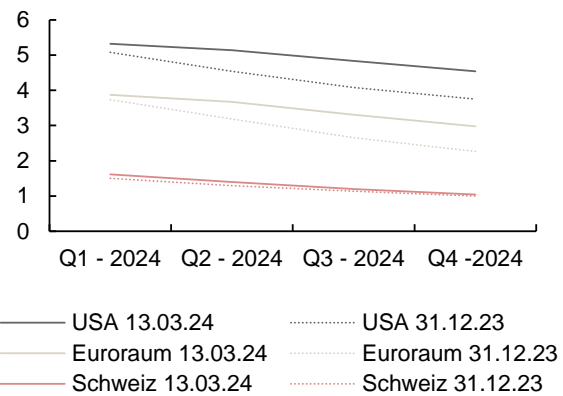


Quelle: Bloomberg.

**Die persistent hohe Kerninflation in den USA und im Euroraum könnte die erwarteten Zinssenkungen verzögern.** Der weniger starke als erwartete Rückgang der (Kern-)Inflation spiegelt sich auch in den implizierten Zinserwartungen (Abb. 5) wider. Zu Beginn des Jahres erwarteten die Märkte in den USA im vierten Quartal 2024 Leitzinsen in Höhe von 3,75%. Diese Erwartung hat sich innerhalb von zweieinhalb Monaten aufgrund des weniger starken Rückgangs der Inflation auf 4,54% nach oben korrigiert. Eine ähnliche Anpassung der Erwartungen zeigt sich auch im Euroraum, wo der Markt zu Jahresbeginn noch von Zinsen per Ende 2023 in Höhe von 2,26% ausging, diese Erwartung jedoch auf 2,98% nach oben korrigierte. Die Erwartungshaltung in der

Schweiz blieb, auch vor dem Hintergrund der tieferen Inflationszahlen, annähernd konstant (zuletzt bei 1,04%).

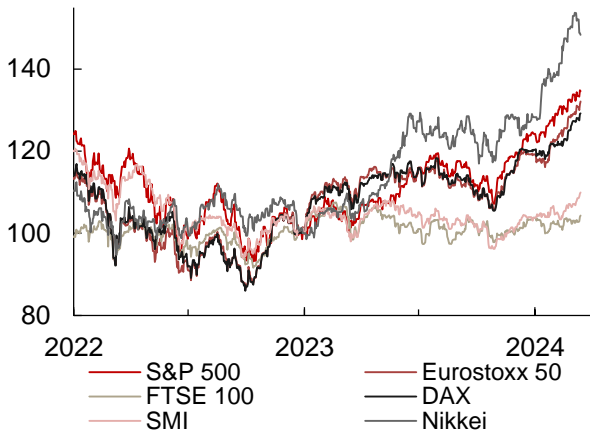
**Abb. 5: Implizierte Zinserwartungen (Prozent)**



Quelle: Bloomberg.

**Trotz der schwachen Konjunktur und höheren Zinserwartungen haben die Aktienmärkte neue Höchststände erreicht (Abb. 6).** Seit dem 27. Oktober verzeichneten die Aktienmärkte vor dem Hintergrund der stärker als erwarteten konjunkturellen Entwicklung sowie der erwarteten Zinssenkungen einen deutlichen Anstieg. Sogar der japanische Aktienmarkt, der seit den 1990er Jahren mehr oder weniger stagnierte, notiert nun erstmals wieder über dem Höchststand von 1989. Die hohe Bewertung des US-Aktienmarktes zeigt sich anhand des zyklisch bereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnisses (Shiller-CAPE Index), welches zuletzt bei einem Wert von knapp 34 lag. Die hohe Risikobereitschaft zeigt sich auch im Preis von Bitcoin, welcher neue Höchststände erreicht hat sowie an dem sehr niedrigen VIX, der die erwartete zukünftige Volatilität des S&P 500 widerspiegelt und zuletzt knapp unter 14 Punkten lag. Vor dem Hintergrund geopolitischer Spannungen, verstärkter protektionistischer Tendenzen und höheren Zinserwartungen erscheinen die aktuellen Bewertungen relativ hoch. Bereits kleine konjunkturelle, preisliche oder politische Schocks könnten daher mit einer merklichen Korrektur an den Aktienmärkten verbunden sein.

**Abb. 6: Globale Aktienmärkte**  
(Index, 01.01.2023 = 100)



Quelle: Bloomberg.

### 3. Risiken

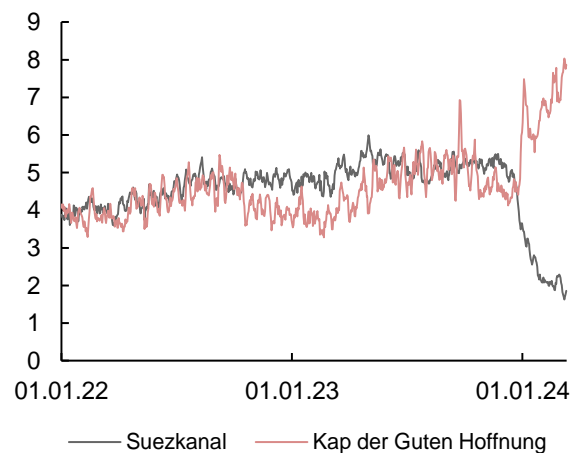
**Der Ausblick auf die Finanzstabilität bleibt auf internationaler Ebene aufgrund der anhaltend hohen Zinsen sowie der geopolitischen Lage fragil.** In den letzten Monaten haben die globalen Finanzstabilitätsrisiken in einem Umfeld nachlassender Inflation weiter abgenommen, wenngleich sich die Inflation etwas persistenter herausstellte als erwartet. Trotz anhaltend hoher Zinsen verzeichnet die globale Konjunktur eine stärker als erwartete Entwicklung, während die Arbeitslosenquote auf niedrigem Niveau bleibt. Diese positiven Trends müssen jedoch vor dem Hintergrund steigender Abwärtsrisiken betrachtet werden. Eine schwächere Konjunktorentwicklung oder eine persistent hohe Kerninflation, die mit höheren Zinsen verbunden wäre, sowie geopolitische Risiken in Europa, den USA, im Nahen Osten und in Asien könnten sich negativ auf die globale Finanzstabilität auswirken.

**Die Banken haben im Jahr 2023 ein robustes Gewinnwachstum verzeichnet, das Umfeld bleibt jedoch herausfordernd.** Dank der Zinswende hat der liechtensteinische Bankensektor die Gewinne im Geschäftsjahr 2023 weiter gesteigert, auch die verwalteten Vermögen erreichten per Jahresende einen neuen Höchststand. Obwohl die veröffentlichten Zahlen im Bankensektor grundsätzlich positiv zu bewerten sind, gab es

einen erneuten Anstieg des Aufwand-Ertragsverhältnisses, was dazu führte, dass die Eigenkapitalrendite unterdurchschnittlich zugenommen hat.

**Die Finanzmärkte bleiben weiterhin anfällig für Korrekturen.** Die Märkte gehen weiterhin von einer positiven globalen konjunkturellen Entwicklung aus, basierend auf einem Szenario mit mehreren Zinssenkungen in diesem Jahr. Unter diesen Bedingungen erreichten die Aktienmärkte zuletzt erneut Rekordbewertungen. Diese «Bullenmärkte» bleiben damit anfällig gegenüber negativen Nachrichten bezüglich Inflation, Politik, Wachstum und Geldpolitik. Auch die Materialisierung von geopolitischen Risiken, wie z.B. die Ausweitung des Nahost-Konfliktes oder verstärkte Auswirkungen davon auf den globalen Handel (Abb. 7), könnte dazu beitragen, dass erneute Preisschocks durch höhere Lieferkosten den Inflationsrückgang und damit die geplante geldpolitische Lockerung erschwert, was sich entsprechend auf die Finanzmärkte auswirken könnte.

**Abb. 7: Tägliches Transithandelsvolumen**  
(Mio. Tonnen gleitender 7-Tage Durchschnitt)



Quelle: IWF.

28. März 2024

*Der Volkswirtschaftsmonitor Q2/2024 wird im Juni 2024 publiziert.*