



FMA

Finanzmarktaufsicht
Liechtenstein

Volkswirtschaftsmonitor Q4/2023

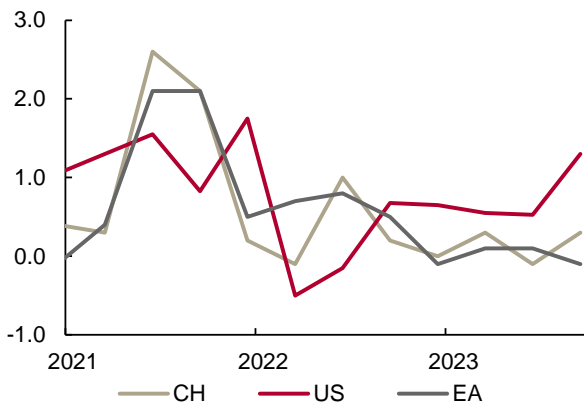
Inflation lässt nach, Höhepunkt der Zinsen wohl erreicht – hohe Unsicherheit über weitere wirtschaftliche Entwicklung

Die globale Konjunktur hat sich im dritten Quartal aufgrund des starken Wirtschaftswachstums in den USA robuster als erwartet gezeigt. Das Wachstum im Euroraum und in der Schweiz bleibt jedoch schwach, wobei sich zuletzt auch der Dienstleistungssektor zunehmend abkühlte. Vor dem Hintergrund des schwachen globalen Güterhandels bleibt auch die liechtensteinische Konjunktur gedämpft. Der Inflationsdruck hat zuletzt deutlich nachgelassen, bleibt jedoch weiterhin erheblich, was sich auch an den Kerninflationsraten zeigt. Die führenden Zentralbanken haben angesichts der schwächeren Konjunktur und der nachlassenden Inflation die Leitzinsen zuletzt nicht weiter erhöht und es wird erwartet, dass im kommenden Jahr die ersten Zinssenkungen erfolgen. Trotz der tieferen Zinserwartungen und der damit verbundenen leichten Erholung an den Aktienmärkten bleibt die Unsicherheit sowohl in der Realwirtschaft als auch an den Finanzmärkten nach wie vor hoch. Während der Bankensektor mit steigenden Zinserträgen von der Zinswende profitiert, erhöhen die steigenden Finanzierungskosten die Verwundbarkeiten in hoch verschuldeten Sektoren, was zu wachsenden Kreditrisiken führen könnte. Zudem könnten die steigenden Refinanzierungskosten die Zinsmargen der Banken in den nächsten Monaten zunehmend belasten und somit die Profitabilität dämpfen.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Die US-Volkswirtschaft hat ihr robustes Wachstum im dritten Quartal fortgesetzt, während die europäische Konjunktur weiterhin schwach bleibt. Das BIP-Wachstum in den USA hat sich trotz der verschärften Finanzierungsbedingungen im dritten Quartal mit einem Wachstum von 1.3% (q-o-q) positiver entwickelt als erwartet. Das Wachstum der US-Wirtschaft ist insbesondere auf starke Konsumausgaben und Lagerinvestitionen zurückzuführen. Das Wachstum fiel in Europa erneut signifikant niedriger aus. Der Euroraum stagniert im Wesentlichen seit dem vierten Quartal 2022 und verzeichnete im dritten Quartal sogar leicht negatives Wachstum (-0.1%), während das BIP in der Schweiz nach leichtem Rückgang im zweiten Quartal im dritten Quartal um 0.3% zulegen konnte (Abb. 1). Die andauernde Schwäche des Industriesektors wird besonders in den relevanten Einkaufsmanagerindizes (Manufacturing PMI) deutlich, die sowohl in den USA als auch im Euroraum weiterhin Werte unter 50 aufweisen und somit anhaltend negatives Wachstum signalisieren. Nach dem Industriesektor schwächt sich nun jedoch auch der Dienstleistungssektor merklich ab, insbesondere im Euroraum. Im jüngsten «World Economic Outlook» erwartet der IWF auch für das kommende Jahr ein deutlich unterdurchschnittliches globales Wachstum von 2.9%.

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

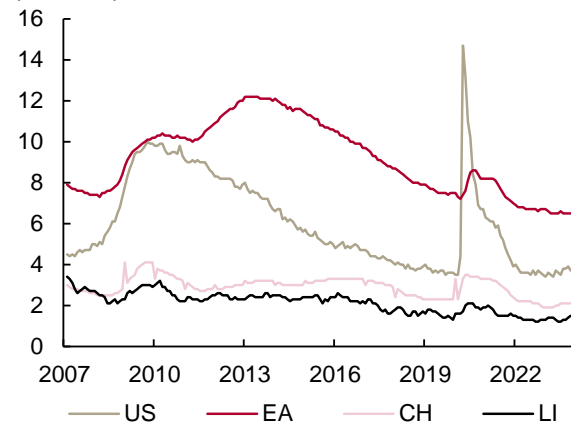


Quelle: Bloomberg.

Die Arbeitsmärkte bleiben weiterhin stark (Abb. 2). Die Arbeitslosenquoten in der Schweiz

(2.1%) und Liechtenstein (1.5%) verharren nach wie vor auf sehr niedrigem Niveau. Auch im Euroraum (6.5%) liegt der Wert auf dem tiefsten Niveau seit der Finanzkrise. Die Anzahl der offenen Stellen geht in den USA zwar vor dem Hintergrund der konjunkturellen Abkühlung kontinuierlich zurück, die Arbeitslosenquote befindet sich jedoch im historischen Vergleich auf einem sehr niedrigen Niveau (3.7%), nicht zuletzt aufgrund des starken Arbeitskräftemangels. In Liechtenstein liegt die Zahl der gemeldeten offenen Stellen im November bei 910 und damit trotz des konjunkturellen Abschwungs weiterhin auf hohem Niveau.

Abb. 2: Arbeitslosenquoten
(Prozent)



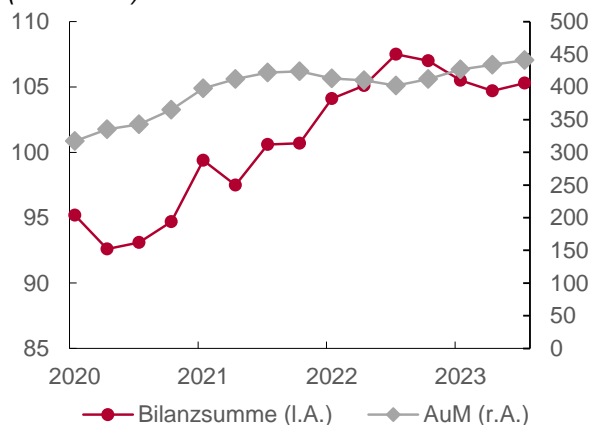
Quelle: Nationale Quellen, Bloomberg.

Die liechtensteinische Volkswirtschaft wuchs im Jahr 2021 aufgrund von Nachholeffekten so stark wie seit Jahren nicht mehr. Ende November 2023 hat das Amt für Statistik die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung für das Jahr 2021 veröffentlicht und das BIP-Wachstum relativ zur «Schätzrechnung» vom März massiv revidiert. Das liechtensteinische BIP betrug im Jahr 2021 rund CHF 7.0 Mrd. und stieg aufgrund von Nachholeffekten im Vergleich zum Vorjahr nominell um 17.2% – um deutlich mehr, als die «Schätzrechnung» vom März mit 9.2% erwartet hatte. Der Grund für diese Korrektur ist laut Amt für Statistik auf revidierte Daten einer sich in Umstrukturierung befindlichen Konzerngesellschaft zurückzuführen. Der deutliche Anstieg folgte auf den BIP-Einbruch von -6.0% im Pandemiejahr 2020 und einem Rückgang im Jahr 2019 von -2.3%.

Zuletzt hellte sich die liechtensteinische Konjunktur etwas auf, die wirtschaftliche Entwicklung bleibt aber weiterhin unterdurchschnittlich. Der Konjunkturindikator «KonSens», der quartalsweise vom Liechtenstein-Institut publiziert wird, stieg im dritten Quartal 2023 um rund 0.6 Indexpunkte auf -0.4. Der Indikator deutet damit weiterhin auf eine schwache Konjunktorentwicklung hin. Die Beschäftigungs- und Unternehmensbefragungsdaten zeigen im vergangenen Quartal grösstenteils positive Entwicklungen, während die Güterexporte weiterhin rückläufig sind. Die Direktexporte sind im dritten Quartal weiter gesunken und liegen damit um -6.1% unter dem Vorjahresquartalswert. Der KonSens verharrt nun seit sieben Quartalen im negativen Bereich, was auf ein unterdurchschnittliches Quartalswachstum hindeutet. Diese Phase stellt die längste durchgehende Periode negativer KonSens-Werte seit der Negativphase von 2001–2003 dar.

Der Bankensektor profitiert weiterhin von den höheren Zinsen. Die verwalteten Vermögen des liechtensteinischen Bankensektors erreichten Ende September 2023 trotz leicht negativer Markt- und Währungseffekte aufgrund von positiven Nettoeugeldzuflüssen ein neues Allzeithoch von CHF 441 Mrd. auf konsolidierter Ebene (Abb. 3). Auch die Gewinne der inländischen Banken stiegen in den ersten drei Quartalen auf konsolidierter Ebene um 7% im Vergleich zum Vorjahreswert. Haupttreiber für die positiven Entwicklungen im Bankensektor ist die Zinswende, welche zu einer deutlichen Steigerung der Zinsmargen und damit auch der Zinserträge führt. Vor diesem Hintergrund hat sich auch die Ertragsstruktur im Bankensektor in den letzten Quartalen weiter verändert. Während der Anteil der Gebühren- und Kommissionserträge weiter zurückgeht, nimmt der Anteil der Zinserträge an den gesamten Erträgen zu und betrug zuletzt mehr als 50% der gesamten Erträge. Die harte Kernkapitalquote (CET1-Quote) ist im dritten Quartal leicht zurückgegangen und liegt nun knapp unter 20% auf konsolidierter Ebene. Der liechtensteinische Bankensektor bleibt damit im europäischen Vergleich überdurchschnittlich kapitalisiert.

Abb. 3: Bilanzsumme u. verwaltete Vermögen (CHF Mrd.)



Quelle: FMA. Entwicklungen auf konsolidierter Ebene.

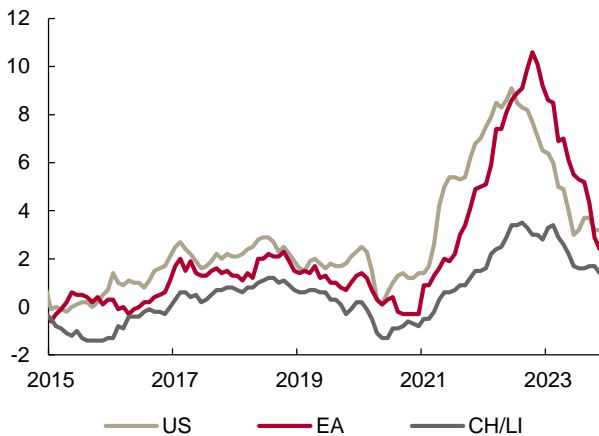
2. Inflation & Finanzmärkte

Der Inflationsdruck hat zuletzt weiter nachgelassen, bleibt aber nach wie vor erheblich. In den wichtigsten Volkswirtschaften hat die Inflation aufgrund restriktiverer Finanzierungsbedingungen und der daraus resultierenden gedämpften Nachfrage sowie vor dem Hintergrund der Basiseffekte der Energiepreise in den letzten Monaten spürbar abgenommen. Im November lag der jährliche Preisanstieg bei 3.2 % in den USA, bei 2.4 % im Euroraum und 1.4 % im Schweizer Franken Währungsraum (Abb. 4). In der Schweiz liegt die Inflation damit bereits im Bereich des Preisstabilitätsziels der SNB. Der zugrunde liegende Inflationsdruck bleibt jedoch trotz des starken Inflationsrückgangs in den vergangenen Monaten hoch, was an der Kerninflationsrate, welche volatile Komponenten wie Nahrungsmittel- oder Energiepreise nicht berücksichtigt, erkennbar ist. Die Kerninflationsrate liegt in den USA nach wie vor bei 4% und im Euroraum bei 3,6%, was kombiniert mit dem Fachkräftemangel und den angespannten Arbeitsmärkten ein erhöhtes Risiko für eine Lohn-Preis-Spirale impliziert.

Die führenden Notenbanken haben zuletzt die Leitzinsen nicht weiter erhöht. Die US-Notenbank Fed hat bei ihrer letzten Sitzung im Dezember beschlossen, den Leitzinssatz unverändert zwischen 5.25 und 5.5 Prozent zu belassen. Gleichzeitig signalisierte sie auch, dass die Phase

steigender Zinsen nun beendet sein dürfte. Für das Jahr 2024 erwartet der Offenmarktausschuss drei Zinssenkungen. Auch die SNB hat nun bereits zum zweiten Mal den Leitzins unverändert bei 1,75% belassen, da der Inflationsdruck über das letzte Quartal leicht abgenommen hat. Der EZB-Rat hat Mitte Dezember ebenso beschlossen, die drei Leitzinsen unverändert zu belassen, da die Inflation im Euroraum in den vergangenen Monaten weiter gesunken ist. Zudem haben die führenden Notenbanken beschlossen, ihre Bilanzreduktion weiter voranzutreiben, um die Überschussliquidität zu reduzieren und die Finanzierungsbedingungen damit weiter zu verschärfen.

Abb. 4: Inflation
(Prozent)

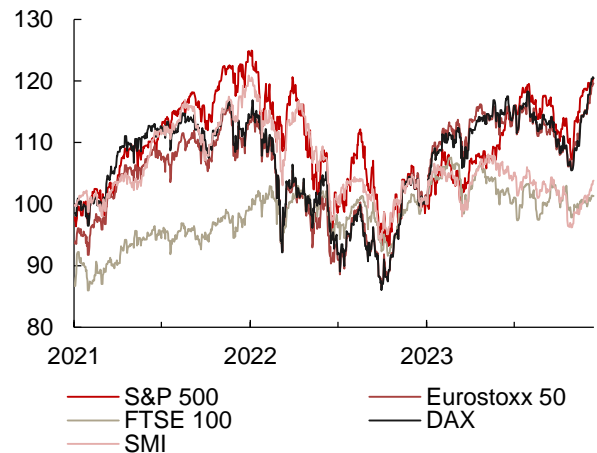


Quelle: Bloomberg.

Die Konjunkturabkühlung sowie die niedrigere Inflation führten zuletzt zu sinkenden langfristigen Zinserwartungen und einer leichten Erholung an den Aktienmärkten (Abb. 5). Im September verstärkte sich der Abwärtstrend an den Finanzmärkten aufgrund der Erwartung, dass die Zinsen für einen längeren Zeitraum höher bleiben dürften, um die Inflation auf ein Niveau zu senken, das mit dem Preisstabilitätsziel der Zentralbanken kompatibel ist. Dies führte zu einem Anstieg der Renditen bei langfristigen Staatsanleihen und zu erhöhter Volatilität am Aktienmarkt. Diese Marktkorrektur dauerte allerdings nur kurz an. Der starke Inflationsrückgang und die schwache Konjunktur führten schliesslich zu sinkenden Zinserwartungen, weshalb die globalen Aktienmärkte seit Anfang November deutliche Kursgewinne

verzeichneten. Gleichzeitig sind die Renditen auf 10-jährige Staatsanleihen im selben Zeitraum um mehr als einen halben Prozentpunkt gefallen. Mit den niedrigeren Zinserwartungen bleiben die Märkte nach wie vor anfällig für negative Überraschungen sowie für damit verbundene Veränderungen der Marktstimmung. Dies könnte beispielsweise eintreten, sollten die Zinsen – bei erneuten Preisschocks – länger als derzeit erwartet auf einem höheren Niveau verbleiben.

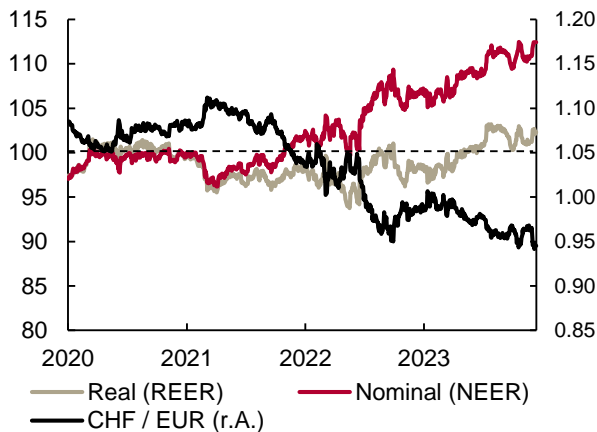
Abb. 5: Globale Aktienmärkte
(Index, 01.01.2023 = 100)



Quelle: Bloomberg.

Der Schweizer Franken setzt die nominale Aufwertung fort, auch wenn die Zinserwartungen hierzulande zurückgegangen sind. Angesichts der konjunkturellen Abkühlung und der zuletzt niedriger als erwarteten Inflation hat sich auch im Schweizer Franken Währungsraum die Zinsstrukturkurve nach unten verschoben, absolut gemessen jedoch weniger stark als im Euroraum und den USA. Vor diesem Hintergrund setzte der Schweizer Franken (CHF) seine nominale, handelsgewichtete Aufwertung fort, der reale Wechselkurs blieb mehr oder weniger stabil (Abb. 6). Die nominale Aufwertung entspricht damit etwa dem Inflationsdifferenzial zu den wichtigsten Ländern. Der stärkere CHF hat in den letzten Jahren massgeblich dazu beigetragen, den Inflationsdruck in der Schweiz zu begrenzen.

Abb. 6: CHF-Wechselkurs
(Index 1.1.2021 = 100; CHF pro EUR)



Quelle: Bloomberg.

3. Risiken

Der Ausblick auf die Finanzstabilität bleibt auf internationaler Ebene trotz der sinkenden Zinserwartungen fragil. Seit Beginn der Zinsstraffungen haben sich die Finanzstabilitätsrisiken von den unmittelbaren Auswirkungen rasch steigender Zinssätze auf die Vermögenspreise auf die mittelfristigen Auswirkungen strafferer Finanzbedingungen auf die gesamte Volkswirtschaft verlagert. Diese Herausforderungen werden durch die jüngsten geopolitischen Spannungen verstärkt. Die strafferen Finanzierungsbedingungen führen zu höheren Schuldendienstkosten, wodurch die Widerstandsfähigkeit insbesondere von stark verschuldeten Unternehmen, Haushalten und Staaten geschwächt wird. Dabei könnte auch die Nachhaltigkeit der öffentlichen Verschuldung im Euroraum wieder verstärkt zum Thema werden. Auf internationaler Ebene sind die Immobilienmärkte stark von den Zinsanstiegen betroffen. Während hierzulande die Zinsen weit weniger gestiegen sind als im Euroraum oder den USA, trübt insbesondere die globale Handelsschwäche die konjunkturelle Entwicklung in Liechtenstein, welches als kleine und offene Volkswirtschaft stark von den globalen Entwicklungen und der externen Nachfrage abhängig ist. In Liechtenstein ist der private Haushaltssektor von der Zinswende am stärksten betroffen. Die Auswirkungen auf die Finanzstabilität dürften jedoch aufgrund des

moderaten Zinsanstieges, des robusten Arbeitsmarktes und der hohen Stabilität gering sein.

Die Banken werden im Jahr 2023 ein robustes Gewinnwachstum verzeichnen, Herausforderungen bleiben jedoch bestehen. Die Banken konnten in den ersten drei Quartalen des Jahres vor allem durch höhere Zinsmargen steigende Gewinne verzeichnen. Die wachsenden Verwundbarkeiten in der Realwirtschaft könnten jedoch – mit etwas Verzögerung – die Vermögensqualität der Banken zunehmend beeinträchtigen. Während steigende Kreditrisiken in Liechtenstein eine kleinere Rolle spielen dürften als in anderen Ländern, werden steigende Refinanzierungskosten für die Banken die Zinsmargen zunehmend belasten und damit die Profitabilität dämpfen. Angesichts der robusten Kapitalisierungs- und Liquiditätssituation in Liechtenstein dürften sich die Effekte aber in Grenzen halten.

Die Finanzmärkte bleiben weiterhin anfällig für Korrekturen. Die optimistischen Erwartungen hinsichtlich des zukünftigen makrofinanziellen Ausblicks, insbesondere in Bezug auf das Gewinnwachstum und einen relativ raschen Rückgang der Zinsen und der Inflation, treiben aktuell die Entwicklungen an den Finanzmärkten. Diese Effekte haben sich in den letzten Wochen noch weiter verstärkt. Obwohl sich die Konjunktur mit den steigenden Realeinkommen, bedingt durch den Rückgang der Inflation und steigende nominelle Löhne im privaten Haushaltssektor, wieder erholen könnte, gibt es gleichzeitig Anzeichen dafür, dass die Inflation möglicherweise persistenter ausfällt als derzeit erwartet. Sollte sich die Inflation beispielsweise aufgrund von höheren Lohnabschlüssen oder strukturellen Entwicklungen als hartnäckiger erweisen als derzeit erwartet, könnte dies zu einem erneuten Anstieg der langfristigen Zinsen führen, was die Märkte anfällig für negative Überraschungen macht. In diesem Umfeld sind adäquate geldpolitischen Massnahmen und eine klare Kommunikation entscheidend, um die Inflationserwartungen weiterhin stabil zu halten.

20. Dezember 2023

Der Volkswirtschaftsmonitor Q1/2024 wird im März 2024 publiziert.