



FMA

Finanzmarktaufsicht
Liechtenstein



Volkswirtschaftsmonitor Q4/2024

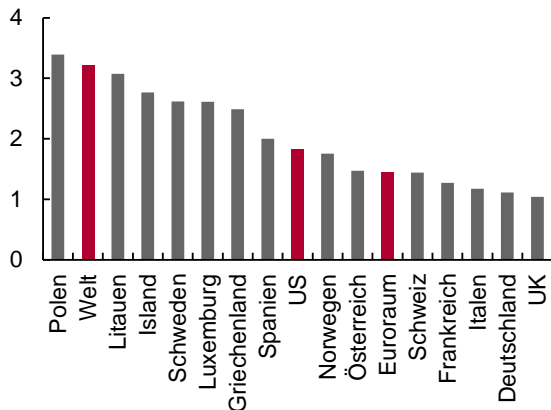
Konjunkturaussichten 2025 bleiben gedämpft, Aktienmärkte in den USA auf allzeithoch

Der Trend, dass die US-Wirtschaft schneller wächst als die Wirtschaft im Euroraum, setzt sich im dritten Quartal 2024 fort und zeigt sich auch in den Prognosen für 2025. Für Liechtenstein wirkt sich insbesondere die schwache externe Nachfrage aus dem Euroraum, vor allem aus Deutschland, negativ auf die Konjunktur aus. Diese Entwicklungen zeigen zunehmend Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt, wobei die Arbeitslosigkeit in Liechtenstein weiterhin auf niedrigem Niveau bleibt. Der Bankensektor Liechtensteins erweist sich als robust, jedoch bleibt das Kosten-Ertrags-Verhältnis im internationalen Vergleich hoch, auch relativ zu Schweizer Peer-Banken. Die Kerninflation erweist sich sowohl in den USA als auch im Euroraum als hartnäckig und liegt weiterhin über den Zielwerten der Notenbanken. In der Schweiz weisen die Zinserwartungen vor dem Hintergrund des deutlichen Rückgangs der Inflation bereits im kommenden Jahr negative Werte aus. Die Aktienmärkte bleiben weiterhin hoch bewertet, was auch angesichts der nach wie vor hohen wirtschaftspolitischen Unsicherheit in den USA eine hohe Verwundbarkeit für Korrekturen impliziert.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Die Wirtschaft im Euroraum wuchs im dritten Quartal 2024 stärker als erwartet, bleibt jedoch weiterhin hinter der US-Wirtschaft zurück. Dieser Trend dürfte sich auch im Jahr 2025 fortsetzen. Die US-Wirtschaft ist im dritten Quartal 2024 vor dem Hintergrund höherer Konsumausgaben, Exporte und gestiegener Staatsausgaben um 0.7% gewachsen. Das Wachstum im Euroraum konnte auch im letzten Quartal, trotz starken Wachstums in Polen (+1.5%) und Griechenland (+1.1%), mit 0.4% erneut nicht mit der US-Wirtschaft mithalten. Die Prognose der OECD (Abb. 1) deutet darauf hin, dass sich dieser Trend auch im Jahr 2025 nicht ändern wird, das Wachstum im Euroraum bleibt gedämpft. Die Schweizer Wirtschaft wuchs im dritten Quartal, bedingt durch rückläufige Warenexporte und eine gesunkene Wertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe, um 0.4%, eine leichte Abschwächung im Vergleich zum Vorquartal (0.6%).

Abb. 1: Reale BIP-Prognose 2025
(Jährliche Wachstumsrate in %)

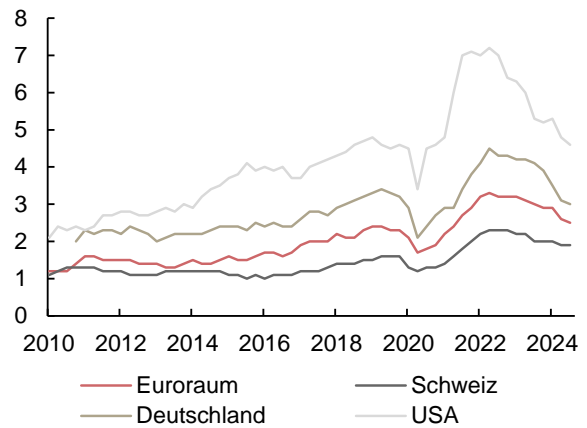


Quelle: OECD.

Die Arbeitsmärkte bewegen sich bei den offenen Stellen wieder dem Niveau vor der COVID-19 Pandemie an, während die Arbeitslosenquoten unverändert niedrig bleiben. Die Arbeitslosenquoten im Euroraum (6.3%), den USA (4.1%), der Schweiz (2.6%) und in Liechtenstein (1.7%) verharren auch im dritten Quartal 2024 auf einem sehr niedrigen Niveau. Die konjunkturelle Schwäche, insbesondere im Euroraum, wirkt sich

bislang u.a. vor dem Hintergrund des demografischen Wandels nicht auf die Arbeitslosenquoten aus. Der Grund dafür ist der strukturelle Fachkräftemangel, der die Wirtschaft weiterhin prägt. Allerdings sinkt die Anzahl der offenen Stellen (als Anteil der Gesamtstellen) in den wichtigen Wirtschaftsräumen und hat in den USA und Deutschland wieder das Vor-COVID-Niveau erreicht (Abb. 2).

Abb. 2: Offene Stellen
(Prozent der Gesamtstellen)



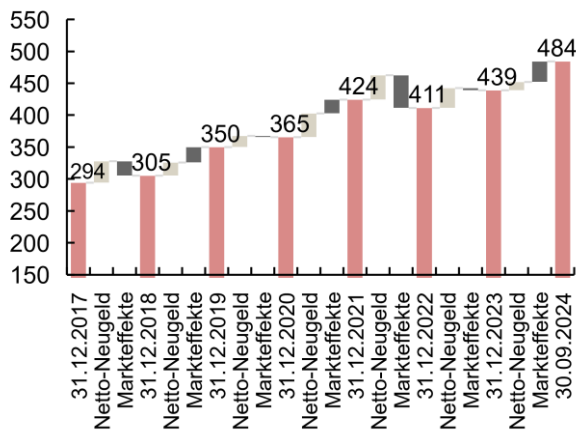
Quelle: Eurostat, BLS.

Die liechtensteinische Konjunktur wächst aufgrund der schwachen externen Nachfrage, insbesondere aus Deutschland, weiterhin unterdurchschnittlich. Das schwache Wachstum im Euroraum wirkt sich auch auf Liechtenstein aus. Der „KonSens“ des Liechtenstein-Instituts, ein konjunktureller Sammelindikator, weist auch im dritten Quartal (Indexwert -1.0) auf unterdurchschnittliches Wachstum hin und ist somit seit elf Quartalen negativ. Mit der kürzlichen Veröffentlichung der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) in Liechtenstein zeigt sich zudem, dass das nominale Bruttoinlandsprodukt (BIP) bereits im Jahr 2022 um -2.6% zurückgegangen ist. Dies folgt auf das aussergewöhnliche Wachstum im Jahr 2021, als die Wirtschaft – bedingt durch COVID-19-Aufholeffekte – um 20.2% (VGR 2021: 17.2%) auf CHF 7'231 Milliarden zulegte. Der Rückgang im Jahr 2022 ist hauptsächlich auf den Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zurückzuführen, der um 35% geschrumpft ist. Die erste Schätzrechnung des BIP für das Jahr 2023

wird vom Amt für Statistik im März 2025 veröffentlicht.

Der Bankensektor befindet sich weiterhin auf Wachstumskurs. Der liechtensteinische Bankensektor verzeichnet weiterhin Nettoneugeldzuflüsse und verwaltete, auch dank positiver Markteffekte, im dritten Quartal 2024 Vermögenswerte in Höhe von CHF 484 Milliarden, eine Zunahme von etwas mehr als 10% seit Jahresbeginn. Dieses Wachstum erfolgt vor dem Hintergrund hoher Kernkapitalquoten (CET1-Quote: 19.7%) und starker Liquiditätskennzahlen (LCR-Quote: 187%) im dritten Quartal. Im Gegensatz zur positiven Entwicklung der verwalteten Vermögen bleibt das Kosten-Ertrags-Verhältnis auffällig hoch. Dies gilt insbesondere für ausgewählte Banken, die, auch unter Berücksichtigung des personal- und kostenintensiven Geschäftsmodells im Private Banking und in der Vermögensverwaltung, ein im internationalen Vergleich hohes Kosten-Ertrags-Verhältnis von teilweise über 80% aufweisen.

Abb. 3: Verwaltete Vermögen
(Mrd. CHF)



Quelle: FMA.

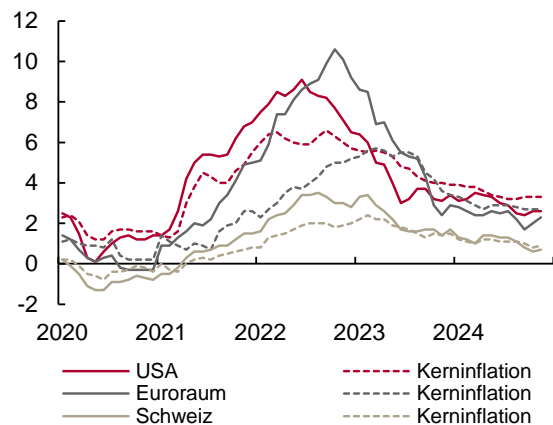
2. Inflation und Finanzmärkte

Die Kerninflation in den USA und im Euroraum bleibt über dem Zielbereich der Notenbanken.

Die Kerninflation ist in den USA (3.3%) und im Euroraum (2.7%) in den letzten drei Monaten mehr oder weniger konstant geblieben, während sie in der Schweiz weiter von 1.1% im August auf 0.9%

im November zurückgegangen ist. Die Inflationsrate, welche im Gegensatz zur Kerninflation volatile Preiskomponenten wie Energie- und Lebensmittelpreise berücksichtigt, lag im November in den USA (2.6%), im Euroraum (2.3%) und der Schweiz (0.7%) jeweils tiefer als die Kerninflationsrate (Abb. 4). Vor diesem Hintergrund könnten die Zentralbanken die Zinsen länger auf einem höheren Niveau belassen, um die Kerninflation auf ihr Zielniveau zu bringen. In der Schweiz wird die Inflationsrate im Jahr 2025 voraussichtlich weiter sinken, u.a. weil die Strompreise für Haushalte im nächsten Jahr um durchschnittlich 10% zurückgehen werden, wie die Elektrizitätskommission erwartet.

Abb. 4: Inflation
(Prozent)



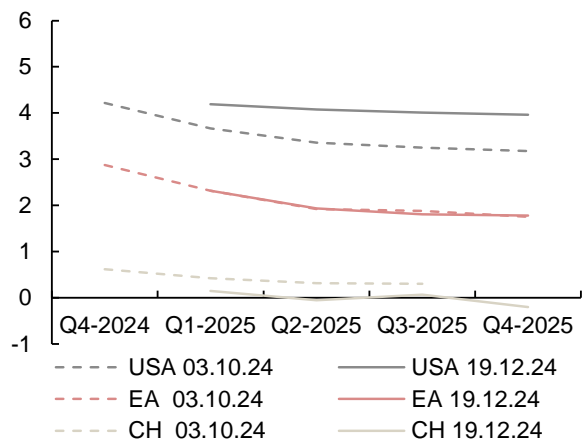
Quelle: Bloomberg.

Im Dezember haben die wichtigsten Zentralbanken ihre Leitzinsen weiter gesenkt.

Die US-Notenbank Fed reduzierte ihren Leitzins um 0,25 Prozentpunkte auf eine Spanne von 4,25% bis 4,5%. Die Fed signalisiert damit, dass die Inflation Fortschritte in Richtung des 2-Prozent-Ziels macht, wenngleich sie weiterhin erhöht ist. Die Projektionen der Fed implizieren jedoch, dass die Mitglieder des Offenmarktausschusses nun – vor dem Hintergrund der von der Trump-Administration geplanten Massnahmen – davon ausgehen, dass die Zinsen deutlich langsamer gesenkt werden können, als dies noch im September erwartet worden war. Auch im Euroraum hat die Europäische Zentralbank (EZB) im Dezember die Zinsen aufgrund der gefallen Inflationssichten

wieder um 25 Basispunkte gesenkt. Zudem hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihren Leitzins im Dezember um 0,5 Pp. auf 0,5% gesenkt, da der zugrundeliegende Inflationsdruck weiter abgenommen hat. Nach dem Zinsschritt der SNB um 0,5 Pp. und der Aussage, dass negative Zinsen in Zukunft zumindest nicht ausgeschlossen werden können, hat der Schweizer Franken, zumindest kurzfristig, gegenüber dem EUR und USD an Wert verloren, was dem Preisstabilitätsziel der SNB entgegen kommt.

Abb. 5: Implizierter Leitzins (Prozent)



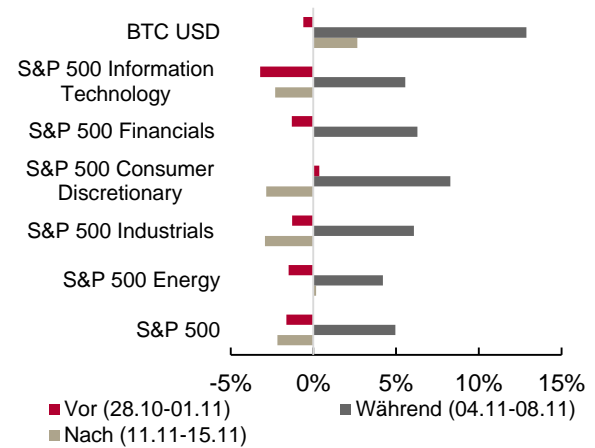
Quelle: Bloomberg.

Aufgrund gestiegener Inflationserwartungen rechnen die Märkte für 2025 mit höheren Leitzinsen in den USA als noch vor zwei Monaten.

Die weniger stark sinkende Kerninflation in den USA, kombiniert mit höheren Inflationserwartungen aufgrund von Unsicherheiten über zukünftige politische Entscheidungen, etwa eine weiterhin expansive Fiskalpolitik oder die Einführung neuer Zölle, die teilweise an den Endverbraucher werden könnten, haben dazu geführt, dass der erwartete Zinssatz in den USA für Ende 2025 von 3,2% auf 3,9% gestiegen ist. Damit haben sich die Markterwartungen mit jenen der Offenmarktausschuss-Mitglieder der Fed im Wesentlichen angeglichen. Im Gegensatz dazu sind die Inflationserwartungen und damit der implizierte Leitzins im Euroraum und in der Schweiz über den gleichen Zeitraum gesunken (Abb. 5). In der Schweiz liegt der implizierte Leitzins im Jahr 2025 bereits leicht im negativen Bereich. Dies vor dem Hintergrund,

dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) bei einem Leitzins von 0,5% für 2024 eine Inflationsrate von lediglich 0,3% prognostiziert. Gleichzeitig könnte der Schweizer Franken aufgrund globaler Unsicherheiten sowie seines Status als «Safe Haven» einem verstärkten Aufwertungsdruck ausgesetzt sein, was die (importierte) Inflation weiter senken könnte.

Abb. 6: S&P 500 und Bitcoin-Entwicklung (Prozent)



Quelle: Bloomberg.

Nach den Präsidentschaftswahlen in den USA verzeichneten die Märkte weitere Kursgewinne.

Trotz der erhöhten Inflationserwartungen in den USA infolge der voraussichtlich längeren Phase höherer Zinssätze ist der S&P 500 nach der Wahl von Donald Trump in allen Sektoren gestiegen (Abb. 6). Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Märkte erwarten, dass die zukünftigen Unternehmensgewinne aufgrund von Deregulierung und niedrigeren Steuern steigen könnten. Besonders deutlich ist der Anstieg der Kryptowährung Bitcoin, was auf das Wahlkampfversprechen zurückzuführen ist, eine «strategische Bitcoin-Reserve» der USA aufzubauen und insgesamt eine Krypto-freundliche Regulierung zu verfolgen. Sowohl der S&P 500 als auch Bitcoin haben ein neues Allzeithoch erreicht. Gleichzeitig liegt der Indikator des zyklisch bereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnisses («Cyclically adjusted price-earnings ratio», CAPE) mit einem Wert von 38,7 auf dem historisch zweithöchsten Stand, was die hohe Anfälligkeit der Aktienmärkte für Korrekturen verdeutlicht. Dieser Wert wird nur noch von der „Dot-

Com“-Blase um das Jahr 2000 übertroffen, als er einen Höchstwert von 43,2 erreichte.

3. Risiken

Die Aktienmärkte bleiben weiterhin anfällig für Korrekturen. Die Märkte gehen von steigenden zukünftigen Gewinnen und fallenden Zinsen aus, was zuletzt zu Rekordbewertungen geführt hat. Diese hohen Bewertungen machen die Märkte jedoch besonders anfällig für negative Nachrichten, insbesondere in einem Umfeld hoher geopolitischer Risiken. Faktoren wie eine unerwartet hohe Inflation, politische Instabilität oder negative Wirtschaftsdaten könnten schnell zu einer Korrektur führen. Dies zeigt sich auch in der Reaktion der Märkte auf die Kommunikation der Fed in dieser Woche, die für das Jahr 2025 nun lediglich einen weiteren Zinsschritt erwartet.

Die andauernde konjunkturelle Schwäche birgt Risiken für die Realwirtschaft. Eine weitere Aufwertung des Schweizer Frankens könnte die Exportwirtschaft zusätzlich belasten und die Wettbewerbsfähigkeit auf internationalen Märkten weiter unter Druck setzen. Gleichzeitig wirkt die anhaltend schwache Konjunktur in Deutschland – einem der wichtigsten Handelspartner Liechtensteins – als bremsender Faktor für die heimische Wirtschaft. Hinzu kommt der weltweit zunehmende Protektionismus, der den grenzüberschreitenden Handel ausserhalb des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) erschwert und Handelsbarrieren in Zukunft erhöhen könnte. Diese Faktoren könnten die wirtschaftliche Dynamik von Liechtenstein, einer kleinen und offenen Volkswirtschaft, in Zukunft weiter dämpfen. Während die konjunkturelle Schwäche für die gut aufgestellte liechtensteinischen Industrie grundsätzlich verkraftbar ist, wäre eine strukturelle Verschlechterung des globalen Umfelds – z.B. durch stärkeren Protektionismus – wohl auch längerfristig mit höheren Risiken für die liechtensteinische Volkswirtschaft und den Wirtschaftsstandort verbunden.

Die Gewinne der liechtensteinischen Banken liegen im aktuellen Jahr unter dem Vorjahresniveau. Vor dem Hintergrund des unsicheren und volatilen Marktumfelds und dem erwarteten

Rückgang der Zinsen ist es für die liechtensteinischen Banken wichtig, ihr Ausgabenwachstum im Griff zu haben. Damit können sie flexibel auf Marktveränderungen reagieren und auch längerfristig eine nachhaltige Wachstumsstrategie weiterverfolgen.

20. Dezember 2024

Der Volkswirtschaftsmonitor Q1/2025 wird im März 2025 publiziert.