

Volkswirtschaftsmonitor Q3/2024

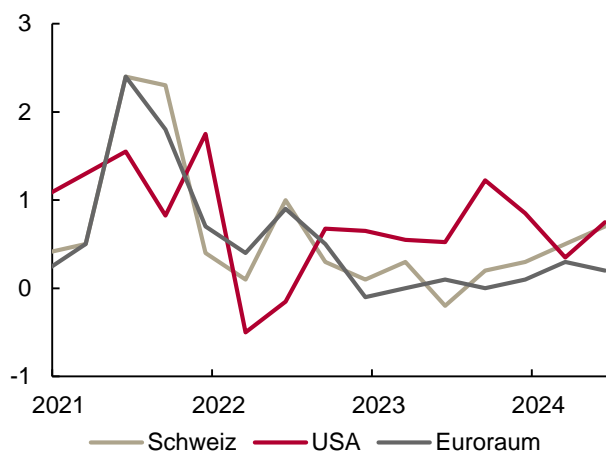
Konjunkturaussicht getrübt, Unsicherheit bleibt aber hoch

Im zweiten Quartal 2024 verzeichnete die US-Wirtschaft ein solides Wachstum, während sich die konjunkturelle Schwäche im Euroraum weiterhin fortsetzte. Zuletzt sind auch erste Anzeichen einer Abkühlung auf den Arbeitsmärkten erkennbar, insbesondere durch den Rückgang der offenen Stellen und dem leichten Anstieg der Arbeitslosenquote in den USA. Die schwache wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum hat wesentliche Auswirkungen auf die externe Nachfrage und damit die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Liechtenstein. Trotz der Annäherung der Inflationsraten an das jeweilige Preisstabilitätsziel der Zentralbanken bleibt die Kerninflation hoch, was weitere Zinssenkungen verzögern könnte. Die Finanzmärkte reagierten positiv auf die Zinssenkungen im September, doch bleibt die Anfälligkeit für Korrekturen aufgrund hoher Bewertungen, geopolitischer Spannungen und makroökonomischer Unsicherheiten hoch, wie auch der temporäre Einbruch der Aktienmärkte im August zeigte. Im Bankensektor dürfte in den kommenden Quartalen die Profitabilität etwas zurückgehen, da die Zinsmargen aufgrund sinkender Zinsen abnehmen werden. Der liechtensteinische Bankensektor bleibt weiterhin stabil, gestützt durch eine solide Kapital- und Liquiditätsausstattung. Vor diesem Hintergrund hat S&P Global im September die hohe Stabilität des Liechtensteinischen Bankensektors im Rahmen des BICRA-Ratings einmal mehr bestätigt.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Die US-Wirtschaft wuchs im zweiten Quartal 2024 etwas stärker als im Vorquartal, während sich die konjunkturelle Schwäche im Euroraum fortsetzte. Das BIP-Wachstum in den USA und der Schweiz lag im zweiten Quartal bei 0,8% bzw. 0,7% und übertraf damit die Werte des ersten Quartals (0,4% bzw. 0,5%). Im Gegensatz dazu schwächelt die Euroraum-Wirtschaft mit einer leichten Reduktion des BIP-Wachstums von 0,3% auf 0,2%, (Abb. 1). Die schleppende wirtschaftliche Entwicklung, insbesondere im Euroraum, ist vor allem auf die anhaltend negative Entwicklung im Industriesektor zurückzuführen. Im Euroraum liegt der Einkaufsmanagerindex (Manufacturing PMI) für die Industrie und das verarbeitende Gewerbe bereits seit zwei Jahren unter der Schwelle von 50, was ein negatives Wachstum signalisiert. Sogar in der wachsenden US-Wirtschaft ist der Manufacturing PMI seit Mitte des Jahres unter 50 gefallen. Diese verhaltene Entwicklung in der Industrie spiegelt sich auch in den BIP-Prognosen des KOF Nowcasting Lab wider. Beispielsweise wird für die industrieabhängige Wirtschaft Deutschlands, einem der wichtigsten Handelspartner von Liechtenstein, im dritten Quartal aktuell ein BIP-Wachstum von 0,25% prognostiziert, deutlich unter dem durchschnittlichen prognostizierten Wirtschaftswachstum von 0,49 % für die übrigen Ländern des Euroraums.

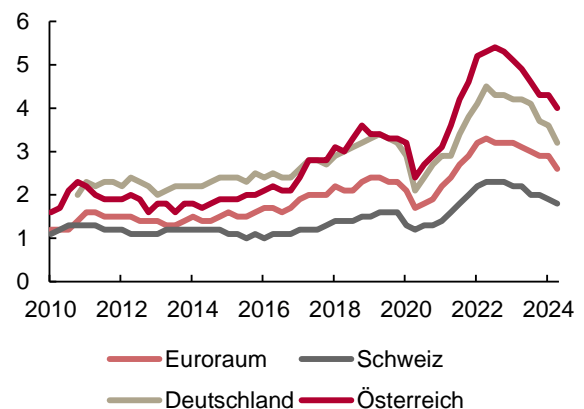
Abb. 1: Reales BIP-Wachstum
(q-o-q in Prozent)



Quelle: Bloomberg.

Die Arbeitsmärkte zeigen erste Anzeichen einer Abkühlung. Trotz der konjunkturellen Schwäche bleiben die Arbeitslosenquoten – 4,2 % in den USA, 6,4 % im Euroraum, 2,5 % in der Schweiz und 1,7 % in Liechtenstein – niedrig. Gleichzeitig ist jedoch ein deutlicher Rückgang bei den offenen Stellen zu verzeichnen. In den USA ist die Zahl der offenen Stellen pro Arbeitslosen zuletzt auf das tiefste Niveau seit zwei Jahren gesunken. Auch die Quote der offenen Stellen im Euroraum, die den Anteil der offenen Stellen als Anteil zu allen Stellen widerspiegelt, zeigt einen deutlichen Abwärtstrend und liegt nun so niedrig wie zuletzt vor drei Jahren (Abb. 2). In Liechtenstein hat sich die Anzahl der offenen Stellen pro Arbeitslosen von drei im August 2023 auf zwei im Juli 2024 verringert. Dennoch bleibt der Arbeitskräftemangel, insbesondere in spezialisierten Berufen, weiterhin eine Herausforderung für die Unternehmen. Allerdings hat die jüngste Konjunkturumfrage in Liechtenstein gezeigt, dass mittlerweile die ungenügende (externe) Nachfrage und nicht mehr der Arbeitskräftemangel als primäre Herausforderung angesehen wird.

Abb. 2: Offene Stellen
(Prozent der Gesamtstellen)



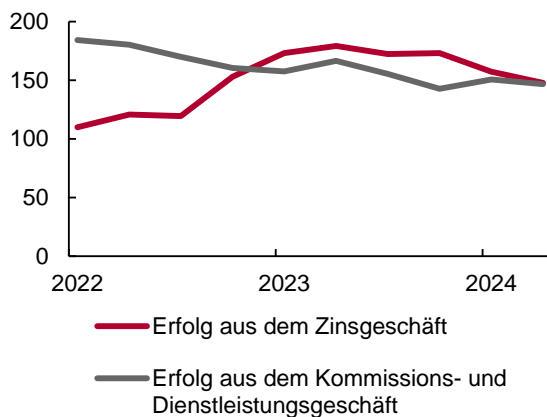
Quelle: Eurostat.

Die liechtensteinische Konjunktur wächst weiterhin unterdurchschnittlich, was vor allem auf die schwache externe Nachfrage zurückzuführen ist. Der Konjunkturindikator «KonSens», der quartalsweise vom Liechtenstein-Institut veröffentlicht wird, sank im zweiten Quartal 2024 um einen Indexpunkt auf -1,2 und erreichte damit den

niedrigsten Wert seit der Covid-19-Pandemie. Das rückläufige Wachstum der liechtensteinischen Wirtschaft bleibt stark von den schwachen Entwicklungen einiger wichtiger Handelspartner abhängig. Besonders die derzeit negative Entwicklung der deutschen Volkswirtschaft belastet die Liechtensteiner Konjunktur.

Der Bankensektor profitiert weiterhin von den höheren Zinsen, der Erfolg aus dem Zinsgeschäft ist jedoch rückläufig. Die Gewinne im Bankensektor auf Einzelinstitutsebene sind im Vergleich zum Vorjahresquartal gesunken, was hauptsächlich auf den geringeren Erfolg aus dem Zinsgeschäft zurückzuführen ist (Abb. 3). Gleichzeitig sind die Ausgaben für Sachaufwand (+10% im Jahresvergleich) und Personalaufwand (+8% im Jahresvergleich) weiter gestiegen, was den Gewinn zusätzlich dämpft. Die Entwicklung aus dem Zinsgeschäft war aufgrund der gesunkenen Zinsen und abnehmenden Zinsmargen erwartbar. Durch positive Nettoneugeldzuflüsse und günstige Markteffekte haben die verwalteten Vermögen auf konsolidierter Basis einen neuen Höchststand von CHF 490 Mrd. erreicht. Auch weitere Indikatoren deuten auf einen resilienten Bankensektor hin, der nach wie vor durch geringe notleidende Kredite (NPLs), eine hohe Kapitalisierung und starke Liquidität gekennzeichnet ist.

Abb. 3: Quartalerfolg aus zwei ausgewählten Geschäftsbereichen
(Mio. CHF)

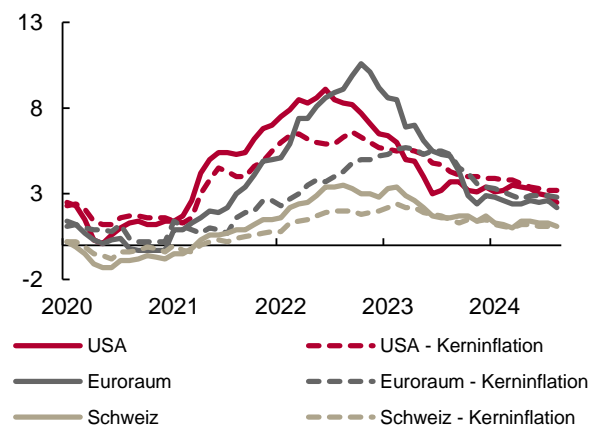


Quelle: FMA.

2. Inflation und Finanzmärkte

Die Inflation näherte sich zuletzt dem 2%-Ziel der Zentralbanken an. Im August 2024 betrug die Inflationsrate im Euroraum 2,2% (2,6% im Juli), während sie in den USA bei 2,5% (2,9% im Juli) lag. In der Schweiz notierte die Inflation zuletzt bei 1,1% (verglichen mit 1,3% in den Vormonaten), wobei das Inflationsziel der Schweizerischen Nationalbank (SNB) von 0-2% bereits seit einem Jahr erfüllt ist. Im Gegensatz sinkt die Kerninflation, die volatile Komponenten wie Energie und Lebensmittelpreise ausschliesst, ausserhalb des Schweizer Franken Währungsraumes nur sehr langsam. Im Euroraum lag sie im August etwas niedriger als im Vormonat bei 2,8%, in den USA bei 3,2% und in der Schweiz unverändert bei 1,1% (Abb. 4). Die Kerninflation bleibt somit weiterhin, mit Ausnahme der Schweiz, über dem Ziel der Notenbanken, was weitere Zinssenkungen potenziell verzögern könnte, auch wenn die teils schwachen Konjunkturdaten bereits für eine weitere Reduktion der Zinsen sprechen würden.

Abb. 4: Inflation
(Prozent)

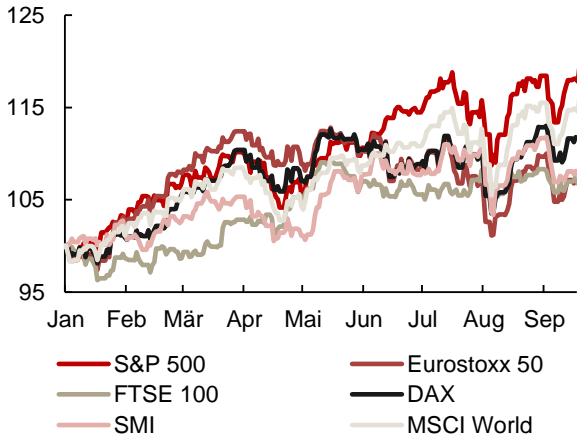


Quelle: Bloomberg.

Im September haben die wichtigsten Zentralbanken ihre Leitzinsen gesenkt. Die US-Notenbank Fed reduzierte ihren Leitzins das erste Mal seit der Covid-19-Pandemie im Jahr 2020 gleich um 50 Basispunkte auf eine Bandbreite von 4,75-5%. Die Fed signalisierte, dass aktuelle Indikatoren darauf hindeuten, dass das BIP-Wachstum weiterhin robust ist, während die Stellenzuwächse

sich verlangsamt haben und die Arbeitslosenquote trotz eines leichten Anstieges niedrig bleibt. Die Inflation hat sich in den letzten Monaten in Richtung des Zielwerts von 2% entwickelt. Auch im Euroraum hat die EZB die Zinsen vor dem Hintergrund der schwächelnden Konjunktur, des nachlassenden Preisdrucks und den rückläufigen Inflationserwartungen gesenkt. Im Vergleich zu den USA sind die wirtschaftlichen Aussichten im Euroraum jedoch deutlich trüber, weshalb die Senkung des Zinssatzes für die Einlagefazilität um 25 Basispunkte auf 3,5% bereits im Vorfeld erwartet wurde. Auch die SNB senkte im September ihren Leitzinssatz um 25 Basispunkte auf 1%. Die Zinssenkung wurde bereits von den Märkten erwartet und erfolgte aufgrund des deutlich abnehmenden Inflationsdrucks, welcher sich auch in den Inflationsprognosen der SNB widerspiegelt.

Abb. 5: Globale Aktienmärkte im 2024
(Index, 01.01.2024 = 100)



Quelle: Bloomberg.

Der Einbruch der Aktienmärkte im August 2024 hat deutlich gezeigt, wie anfällig die Märkte derzeit für Korrekturen sind. Wichtige Aktienindizes, wie beispielsweise der S&P 500 oder der EuroStoxx 50 verloren rund 8,5% bzw. 9,4% im Vergleich zu ihren Höchstwerten im Juli. Neben Ängsten vor einer überhöhten Bewertung trugen auch Rezessionsängste in den USA, anhaltend hohe Inflationsraten und geopolitische Spannungen im Nahen Osten zur erhöhten Volatilität bei. Besonders die Aktien von Technologieunternehmen, die zuvor die hohen Bewertungen an den Märkten getrieben hatten, verzeichneten aufgrund

zunehmender Überbewertungsängste deutliche Verluste. Die weiterhin hohe Bewertung von (Tech-)Aktien, aber auch des Gesamtmarktes spiegelt sich unter anderem in den hohen Kurs-Gewinn-Verhältnissen (Price-Earnings-Ratios) sowie in einer negativen Aktienrisikoprämie (Equity Risk Premium) wider. Der jüngste globale Aktienrückgang verdeutlicht die Anfälligkeit gegenüber makroökonomischen und geopolitischen Risiken, falls sich diese weiter verschärfen. Trotz des Einbruchs hat der S&P 500 die Höchststände vom Juli bereits wieder übertroffen, der EuroStoxx 50 hingegen konnte sich trotz der Zinssenkungen noch nicht vollständig erholen.

3. Risiken

Die Finanzstabilitätsrisiken bleiben trotz sinkender Zinsen weiterhin hoch. Sowohl im Euroraum als auch global werden die Finanzstabilitätsrisiken massgeblich durch geopolitische Spannungen – insbesondere durch den Krieg in der Ukraine und Konflikte im Nahen Osten – sowie durch makroökonomische Unsicherheiten getrieben. Auch die weiterhin hoch bewerteten Aktienmärkte, was sich beispielsweise am hohen zyklisch bereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnis (Cyclically Adjusted Price Earnings Ratio) in Abbildung 6 zeigt, bleiben anfällig für Korrekturen. Die Verwundbarkeiten im nicht-finanziellen Sektor bleiben trotz sinkender Finanzierungskosten erhöht. Hochverschuldete Unternehmen und Haushalte sind dabei besonders gefährdet, da die Vorteile der gesunkenen, aber nach wie vor hohen Finanzierungskosten durch schwächere Wirtschaftsaussichten teilweise überkompensiert werden. Auch wenn der Ausblick auf die Finanzstabilitätsrisiken, insbesondere auf internationaler Ebene, derzeit erhöht bleibt, könnte eine positive makroökonomische Entwicklung in Kombination mit weiter sinkenden Zinsen zu einem deutlich positiveren Ausblick führen.

Abb. 6: Zyklisch bereinigtes Kurs-Gewinn Verhältnis des US-Aktienmarktes (Ratio)



Quelle: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>.

Die Gewinne im liechtensteinischen Bankensektor dürften in den kommenden Quartalen zurückgehen. Angesichts der jüngsten Anzeichen für weitere Zinssenkungen dürften die Zinserträge weiter zurückgehen, was in Kombination mit den anhaltend hohen Kosten die Profitabilität der Banken belastet. Besonders betroffen sind kleinere Banken, die sich in den letzten Jahren trotz steigender Kosten sehr schwergetan haben, zusätzlichen Gewinne aus ihrem Kerngeschäft zu generieren, und gleichzeitig nicht von Skaleneffekten profitieren können.

Der liechtensteinische Bankensektor bleibt weiterhin stabil, wie durch das kürzlich veröffentlichte BICRA-Rating von S&P Global bestätigt wurde. In der "Risk Assessment Group" 2 wird Liechtenstein als ein Land mit relativ niedrigen Risiken im Bankensektor eingestuft, vergleichbar mit der Schweiz, Singapur und Luxemburg. Trotz dieser positiven Einschätzung identifiziert S&P einige Risiken, darunter die hohe Abhängigkeit von der internationalen Vermögensverwaltung und die daraus resultierende Anfälligkeit für Reputationsrisiken, insbesondere im Zusammenhang mit internationalen Sanktionen. Positiv hervorzuheben sind die solide Kapitalausstattung der Banken, das konservative Kreditrisikomanagement sowie die wettbewerbsfähige Wirtschaft. Der liechtensteinische Bankensektor profitiert zudem von stabilen Einlagenstrukturen und einer geringen

Abhängigkeit von Marktfinanzierungen. S&P hebt ausserdem die bevorstehende Mitgliedschaft Liechtensteins im Internationalen Währungsfonds (IWF) als bedeutenden Schritt hervor, da diese zusätzliche finanzielle Stabilität und technisches Know-how bringen wird.

27. September 2024

Der Volkswirtschaftsmonitor Q4/2024 wird im Dezember 2024 publiziert.