

Volkswirtschaftsmonitor Q2/2025

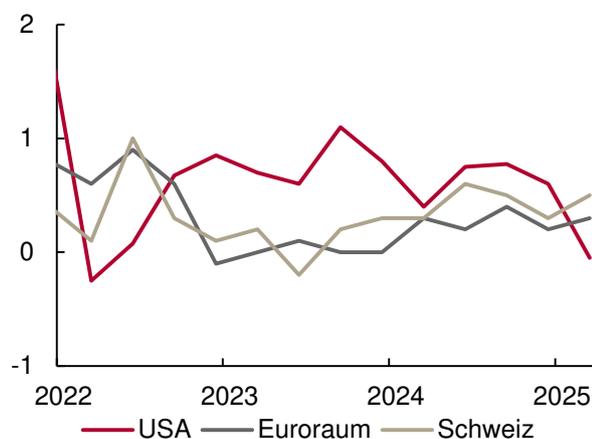
Zunehmende globale Herausforderungen trüben den wirtschaftlichen Ausblick und sorgen für Volatilität an den Finanzmärkten

Die globale Konjunktur hat sich im ersten Quartal 2025 abgeschwächt, insbesondere aufgrund der rückläufigen Wirtschaftsentwicklung in den USA. Vor dem Hintergrund zunehmender Unsicherheiten in der Handels- und Wirtschaftspolitik haben sich die weltweiten Konjunkturaussichten für das Jahr 2025 weiter eingetrübt, die Wachstumsprognosen wurden in den letzten Monaten mehrfach nach unten revidiert. Trotz der konjunkturellen Abkühlung zeigt sich der Arbeitsmarkt mit niedrigen Arbeitslosenquoten bislang robust, obwohl in den USA sinkende Stellenangebote und das nachlassende Beschäftigungswachstum auf eine beginnende Abschwächung am Arbeitsmarkt hindeuten. Die Inflation hat in den vergangenen Monaten weiter nachgelassen und war im Mai in der Schweiz erstmals wieder negativ. Vor diesem Hintergrund haben die Zentralbanken im Euroraum und der Schweiz ihre Leitzinsen erneut gesenkt, während die Fed in den USA vorerst noch nicht an der Zinsschraube drehte. Die Inflationsrisiken bleiben weiterhin erheblich, insbesondere im Hinblick auf mögliche Auswirkungen künftiger Entwicklungen in den Zollverhandlungen und den kürzlichen Anstieg des Ölpreises. Die hohe Unsicherheit hat zudem zu erhöhter Volatilität und deutlichen Preiskorrekturen an den Finanzmärkten geführt. Auch die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen sind zuletzt gestiegen, da Anleger angesichts der Zoll- und Steuerpolitik in den USA höhere Risikoprämien verlangen. Der US-Dollar, traditionell als sicherer Hafen in Krisenzeiten angesehen, zeigte sich hingegen ungewöhnlich schwach. Trotz des herausfordernden globalen Umfelds präsentiert sich der liechtensteinische Finanzplatz weiterhin stabil. Um diese Widerstandsfähigkeit zu wahren, bleiben solide Kapital- und Liquiditätspuffer von zentraler Bedeutung.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Im ersten Quartal 2025 hat sich die Weltwirtschaft insgesamt abgeschwächt, und auch der Ausblick für den weiteren Jahresverlauf bleibt verhalten (Abb. 1). Die US-Wirtschaft schrumpfte im ersten Quartal 2025 erstmals seit drei Jahren um -0,1% im Quartalsvergleich, vor allem aufgrund der stark gestiegenen Importe, da Unternehmen den (angekündigten) Zollerhöhungen zuvorkommen wollten. Im Vergleich zur US-Konjunktur entwickelte sich die Wirtschaft im Euroraum (+0,3%) und in der Schweiz (+0,5%) im ersten Quartal 2025 deutlich robuster. Die globalen Einkaufsmanagerindizes (PMI) sowohl für das verarbeitende Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor haben zuletzt weiter abgenommen und befinden sich Ende Mai im Bereich von 50, was auf eine Stagnation der wirtschaftlichen Aktivität hinweist und auf eine Abschwächung des Wachstums schliessen lässt. Zudem wurden die Wachstumsaussichten der OECD, der Europäischen Kommission sowie des IWF gegenüber ihren vorherigen Prognosen nach unten revidiert. Ausschlaggebend hierfür sind insbesondere die Auswirkungen gesteigerter Zölle sowie die erhöhte Unsicherheit in Bezug auf die US-Handelspolitik. Das weitere Wirtschaftswachstum ist somit mit erheblicher Unsicherheit behaftet und wird massgeblich von den geopolitischen Entwicklungen abhängen.

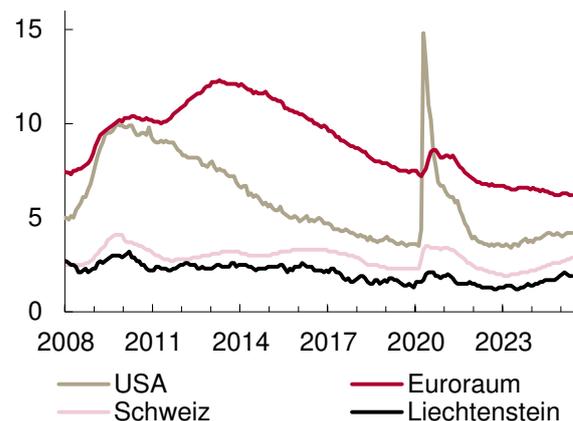
Abb. 1: Reales BIP-Wachstum
(q-o-q in Prozent)



Quelle: Bloomberg.

Die Arbeitslosenquoten haben sich in den meisten entwickelten Volkswirtschaften auf niedrigem Niveau stabilisiert. Im Euroraum (6,2%), in den USA (4,2%), der Schweiz (2,9%) und in Liechtenstein (1,9%) verharren die Arbeitslosigkeit weiterhin auf einem tiefen Stand (Abb. 2). In der Schweiz und auch Liechtenstein zeigt sich zuletzt ein leichter Anstieg der Arbeitslosenzahlen: Während die Quote in Liechtenstein im Februar 2024 noch bei 1,5% lag, stieg sie zwischenzeitlich auf 2,1% an, ist aber inzwischen wieder auf 1,9% zurückgegangen und bleibt – ähnlich wie in der Schweiz – im internationalen Vergleich sehr niedrig. Im Euroraum ist die Quote in den letzten Monaten weiter gesunken. Auch in den USA bleibt die Arbeitslosenquote weiterhin stabil, während sich die Zahl der offenen Stellen und das Beschäftigungswachstum in den vergangenen Monaten etwas reduziert haben. Zwar dürften Unternehmen angesichts der gestiegenen Unsicherheit ihre Neueinstellungen teilweise zurückgefahren haben, ein deutlicher Anstieg der Entlassungen ist bislang jedoch nicht zu beobachten.

Abb. 2: Arbeitslosenquote
(Prozent)

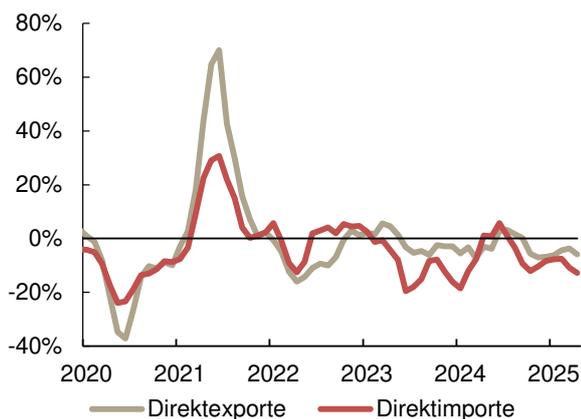


Quelle: Bloomberg, nationale Quellen.

In Liechtenstein setzt sich die Wachstumsschwäche aus dem Jahr 2024 auch im ersten Quartal 2025 fort. Ende März 2025 veröffentlichte das Liechtenstein-Institut seine Schätzung für das Bruttoinlandsprodukt (BIP) für das Jahr 2024. Demnach wird das nominale BIP auf rund 7,5 Mrd. CHF geschätzt. Im Vergleich zum Jahr 2023 ergibt sich daraus ein nominales Wachstum von knapp

über 0%, inflationsbereinigt entspricht dies einem realen Rückgang der Wirtschaftsleistung um rund -1%. Damit wurde die kurze konjunkturelle Erholung des Jahres 2023 unterbrochen. Auch der vom Liechtenstein-Institut quartalsweise veröffentlichte Konjunkturindikator «KonSens» schwächte sich im ersten Quartal 2025 vor dem Hintergrund der gestiegenen Unsicherheiten in der Weltwirtschaft sowie des gedämpften globalen Aussenhandels erneut leicht ab und erreichte einen Wert von -1,1. Dieser Wert signalisiert im historischen Vergleich ein unterdurchschnittliches Quartalswachstum. Die globalen Entwicklungen belasten insbesondere den Güterausserhandel. So lagen die direkten Warenexporte der liechtensteinischen Wirtschaft im ersten Quartal 2025 um 3,7% unter dem Niveau des Vorjahresquartals (Abb. 3). Zudem fielen die Ergebnisse der Unternehmensbefragungen für das zurückliegende Quartal verhalten aus. Dies unterstreicht, dass das herausfordernde internationale Umfeld, geprägt von zunehmendem Protektionismus und neuen Handelshemmnissen, auch für die liechtensteinische Volkswirtschaft zunehmend zu Herausforderungen führt.

Abb. 3: Direktexporte und -importe
(jährliches Wachstum in Prozent)



Quelle: Amt für Statistik.

Trotz der weltwirtschaftlichen Unsicherheit bleibt der Bankensektor auf Wachstumskurs.

Der liechtensteinische Bankensektor verzeichnete im ersten Quartal 2025 einen neuen Höchststand bei den verwalteten Vermögen von knapp CHF 510 Mrd. Insgesamt wurden im ersten Quartal Nettoneugeldzuflüsse von über CHF 9 Mrd. registriert,

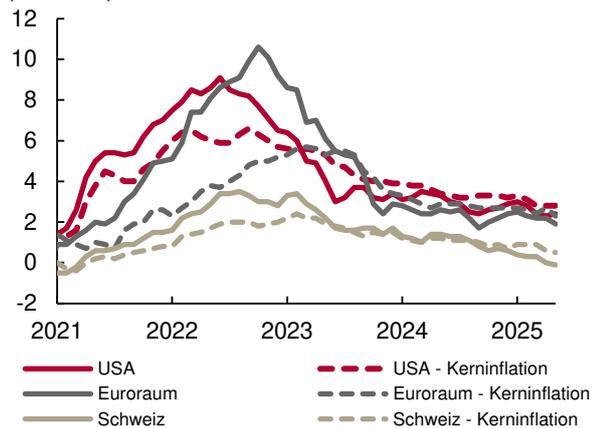
während die schwachen Entwicklungen an den Finanzmärkten zu negativen Markteffekten in Höhe von rund CHF 3 Mrd. führten. Im Gegensatz zur eher angespannten Entwicklung an den Finanzmärkten konnten die global systemrelevanten Banken von der gestiegenen Marktvolatilität profitieren. Durch die verstärkte Handelstätigkeit der Kunden und eine hohe Nachfrage nach Absicherungsgeschäften im Zuge der weltweiten Unsicherheiten und handelspolitischen Spannungen im ersten Quartal 2025 erzielten sie Rekordergebnisse. Dieser Trend unterstreicht, dass Banken mit globaler Kapitalmarktausrichtung von Phasen erhöhter Unsicherheit kurzfristig profitieren können. Auch für liechtensteinische Banken, deren Geschäftsmodell stark auf Vermögensverwaltung basiert, ergeben sich im aktuellen internationalen Umfeld kurzfristig höhere Ertragschancen, etwa durch steigende Erträge aus der volatilitätsbedingten stärkeren Handelstätigkeit der Kunden. Gleichzeitig nehmen jedoch auch die langfristigen Herausforderungen zu, insbesondere angesichts der unsicheren Marktentwicklung. Umso wichtiger bleiben die hohe Kapitalisierung (die CET1-Quote ist zuletzt leicht auf 19,3% gestiegen) sowie die weiterhin robusten Liquiditätskennzahlen und die hohe Qualität der Vermögenswerte als zentrale Risikopuffer, um zukünftige Herausforderungen meistern zu können.

2. Inflation und Finanzmärkte

Die Inflation ist in den wichtigsten Volkswirtschaften zuletzt etwas zurückgegangen, in der Schweiz war sie erstmals wieder negativ. Die Kerninflation, die volatile Preiskomponenten wie Energie- und Lebensmittelpreise nicht berücksichtigt, ist in den letzten drei Monaten etwas zurückgegangen: In den USA lag sie im Mai bei 2,8%, im Euroraum bei 2,3% und in der Schweiz bei 0,5%. Die Gesamtinflation fiel im Mai in den USA (2,3%), im Euroraum (1,9%) und in der Schweiz (-0,1%) niedriger aus als die Kerninflation (Abb. 4). Damit erreichte die Inflation im Euroraum das mittelfristige Zwei-Prozent-Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB). Die EZB hat im Juni ihre Inflationsprognosen für den Euroraum für das Jahr 2025 und 2026 im Vergleich zu den März-Prognosen nach unten korrigiert. Diese Anpassung basiert vor

allem auf der Annahme niedrigerer Energiepreise sowie eines stärkeren Euro. Vor diesem Hintergrund senkte die EZB im Juni die Leitzinsen um jeweils 25 Basispunkte, wodurch der Zinssatz für die Einlagefazilität nun bei 2% liegt. Die Befürchtungen, dass die gestiegene Unsicherheit und die Marktreaktionen auf die Handelsspannungen in den USA im April zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen im Euroraum führen könnten, haben sich zuletzt nicht bestätigt. Die weitere Entwicklung der Inflation wird jedoch massgeblich von den Verhandlungsergebnissen in der Zollfrage abhängen. In der Schweiz hingegen lag die Inflation in den letzten Monaten am unteren Rand des Zielwertes und fiel im Mai sogar in den negativen Bereich. Vor diesem Hintergrund hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) im Juni ihren Leitzins von 0,25% auf 0% gesenkt, um einer möglichen weiteren Abschwächung der Inflation entgegenzuwirken und die konjunkturelle Entwicklung zu stützen. In Bezug auf mögliche Negativzinsen zeigte sich die SNB in ihren Ausführungen zurückhaltend, schloss sie aber im Falle eines weiter nachlassenden Inflationsdrucks auch nicht aus.

Abb. 4: Inflation
(Prozent)



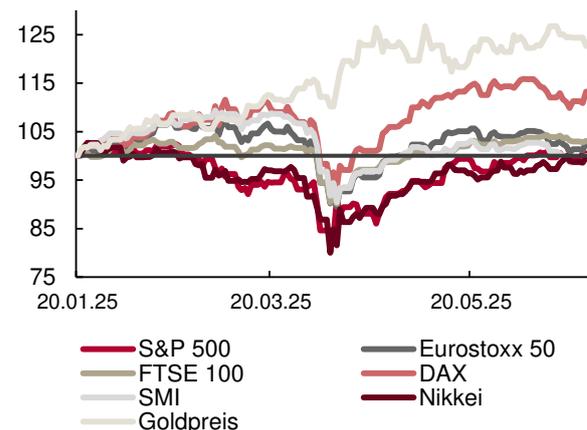
Quelle: Bloomberg.

Die US-Notenbank Fed hat den im Jahr 2024 begonnen Zinssenkungszyklus unterbrochen.

Viele Ökonomen erwarten, dass die Auswirkungen von Trumps Zöllen die Inflation erhöhen und das Wirtschaftswachstum dämpfen werden. Vor dem Hintergrund des dualen Mandats der Fed hat die US-Notenbank zuletzt beschlossen, den

Leitzins nicht weiter zu senken, sondern bei 4,25-4,5% unverändert zu belassen. Auch die impliziten Zinserwartungen haben sich seit Januar 2025, mit Amtsantritt von US-Präsident Trump, massgeblich verändert. Während die Märkte zu Jahresbeginn noch von weiteren Zinssenkungen im Verlauf des Jahres ausgingen, haben sich diese Erwartungen infolge der handelspolitischen Ausrichtung der neuen US-Regierung zeitlich nach hinten verschoben. Aktuell rechnen die Märkte im dritten Quartal 2025 mit der nächsten Zinssenkung in den USA (insgesamt zwei Zinssenkungen für 2025).

Abb. 5: Aktienmärkte und Goldpreis seit Trumps Amtsantritt
(Index, 20.01.2025 = 100)



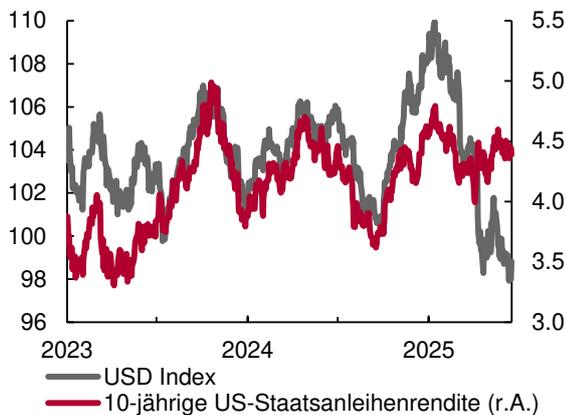
Quelle: Bloomberg. Letzter Stichtag: 12.6.2025.

Die eskalierenden Handelsspannungen führten in den letzten Monaten zu hoher Volatilität und könnten zu weiteren Preiskorrekturen an den Finanzmärkten führen.

Zunehmende Risiken infolge von Trumps Zoll- und Steuerpolitik haben zuletzt das Vertrauen in den US-Staatsanleihenmarkt geschwächt. Das geplante Steuergesetz dürfte die Staatsverschuldung deutlich erhöhen und setzte die Märkte zusätzlich unter Druck. In der Folge stufte Moody's die Kreditwürdigkeit der USA herab. Die zunehmende Skepsis hinsichtlich der Nachhaltigkeit der US-Fiskalpolitik schlägt sich auch in steigenden Renditen nieder, da Investoren höhere Risikoprämien fordern. Gleichzeitig ziehen sich Anleger verstärkt aus US-Märkten zurück. Dies lässt sich auch an der Entwicklung der Aktienmärkte erkennen. Während die europäischen Aktienmärkte seit Trumps

Amtsantritt im Januar 2025 deutlich zulegten, geriet der US-Aktienmarkt verstärkt unter Druck, da sich die konjunkturellen Aussichten verschlechterten und die Anfälligkeit für Preiskorrekturen auch aufgrund der hohen Bewertungen hoch ist. Der S&P 500 konnte die Verluste infolge der Zollankündigungen vom 2. April in den letzten Wochen zwar wieder wettmachen (Abb. 5), jedoch zeigt die hohe Nachfrage nach Gold die anhaltend hohe Unsicherheit deutlich an.

Abb. 6: USD-Index vs. US-Staatsanleihenrendite
(Index, Prozent)



Quelle: Bloomberg.

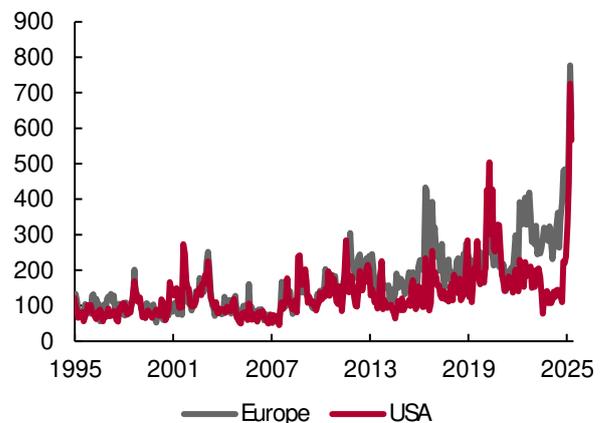
Trotz steigender US-Renditen hat sich der Dollar zuletzt abgeschwächt. Historisch betrachtet galten steigende Renditen von US-Staatsanleihen als Indikator für eine starke wirtschaftliche Entwicklung, die ausländisches Kapital anzog und den US-Dollar stärkte. Zudem diente der US-Dollar in Krisenzeiten als «sicherer Hafen», was typischerweise zu Kapitalzuflüssen und einer Aufwertung der Währung führte. Diese positive Korrelation zwischen Renditen auf US-Staatsanleihen und dem US-Dollar hat sich jedoch zuletzt umgekehrt (Abb. 6). Seit der Ankündigung neuer Zölle im April sind die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen von 4,17% zwischenzeitlich auf 4,59% Ende Mai gestiegen, während der USD-Index (Wechselkurs zu den wichtigsten Handelspartnern) im selben Zeitraum um 4,5% abgewertet hat. Zum einen ist dies auf die fiskalischen Bedenken aufgrund von Präsident Trumps Steuerpolitik zurückzuführen, die die US-Staatsverschuldung in die Höhe treiben wird und Anleger infolgedessen

höhere Risikoprämien fordern. Zum anderen beeinflussen auch die zunehmenden Zweifel an der Unabhängigkeit der Zentralbank diesen Trend.

3. Risiken

Die hohe wirtschaftspolitische Unsicherheit und die eskalierenden Handelskonflikte belasten die globale Realwirtschaft. Insbesondere die Gefahr weiterer Eskalationen oder abrupten Änderungen in der internationalen Handels- und Wirtschaftspolitik stellt ein zentrales Risiko für die globale Konjunktur dar. Steigende Zölle könnten die Inflation zusätzlich erhöhen, und auch die Rohstoffpreise könnten durch die neuen Spannungen im Nahen Osten die Inflation anheizen. Setzen sich diese Entwicklungen fort, droht sich das wirtschaftliche Umfeld spürbar einzutrüben.

Abb. 7: Economic policy uncertainty
(Index)



Quelle: policyuncertainty.com.

Wie Abb. 7 zeigt, hat der «Economic Policy Uncertainty Index» zuletzt neue Höchststände erreicht. Diese Unsicherheit dürfte sich kurzfristig insbesondere dämpfend auf Unternehmensinvestitionen und Exporte auswirken. Mittelfristig könnten jedoch die geplanten verstärkten staatlichen Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur das Wachstum in Europa fördern und einen partiellen Ausgleich zu den Belastungen durch die Handelskonflikte schaffen. Allerdings könnte die im geplanten US-Steuergesetz enthaltenen Klauseln zur Besteuerung ausländischer Gläubiger («Section 899») ausländische Investoren erheblich

belasten, da sie in bestimmten Fällen mit höheren Steuern auf Zinsen und Dividenden rechnen müssten. Mögliche Störungen internationaler Kapitalflüsse könnten dadurch zusätzliche Risiken für die globale Finanzstabilität nach sich ziehen.

Die angespannte geopolitische Lage, das anhaltend schwache Wachstum sowie die geplanten höheren Verteidigungsausgaben könnten zu einem weiteren Anstieg der Staatsschulden in Europa führen. Zwar dürften Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur grundsätzlich wachstumsfördernd wirken, gleichzeitig steigt jedoch das Risiko aufgrund der steigenden Belastungen der Staatshaushalte, insbesondere in strukturell hochverschuldeten Ländern. Vor diesem Hintergrund sind die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen nach Bekanntgabe der Ausgabenpläne gestiegen, getrieben von der Erwartung höherer Finanzierungsbedarfe. Ein Teil dieses Anstiegs wurde zuletzt zwar durch sogenannte «Flight-to-Safety»-Ströme in europäische Staatsanleihen infolge der globalen Handelsspannungen wieder abgeschwächt. Dennoch könnten anhaltend steigende Finanzierungskosten die fiskalischen Spielräume zunehmend begrenzen, insbesondere dort, wo hohe Defizite auf bereits hohe Schuldenniveaus treffen. In solchen Fällen könnte auch das Risiko für den Finanzsektor steigen, sofern Banken oder institutionelle Anleger stark in Staatsanleihen exponiert sind.

Die globalen Finanzmärkte bleiben angesichts der anhaltend hohen Unsicherheit weiterhin anfällig für Korrekturen. Die Anfang April von der US-Regierung eingeführten Handelsbeschränkungen haben die Unsicherheit auf den Finanzmärkten deutlich erhöht. In der Folge stieg die Volatilität über alle wichtigen Anlageklassen hinweg spürbar an, während globale Aktien- und Unternehmensanleihepreise vorübergehend stark unter Druck gerieten. Zwar konnten sich die Aktienindizes inzwischen weitgehend erholen, doch liegen ihre Bewertungen, gemessen etwa am Shiller CAPE-Index, im historischen Vergleich weiterhin auf hohem Niveau. Auch wenn sich durch die jüngste Korrektur bislang keine systemischen Risiken materialisiert haben, bleibt das Risiko weiterer Marktverwerfungen bestehen.

Trotz des herausfordernden makrofinanziellen Umfelds bleibt der liechtensteinische Finanzplatz stabil. Die liechtensteinischen Banken haben ein auf Private Banking und Vermögensverwaltung ausgerichtetes Geschäftsmodell, das sich in der aktuellen Phase als widerstandsfähig erweist. Gleichzeitig stärken die solide Ertragslage sowie die hohen Kapital- und Liquiditätspuffer die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors, um potenzielle Verluste abzufedern zu können. Der liechtensteinische Bankensektor ist breit diversifiziert und weist keine exzessiven Risikopositionen gegenüber US-Staatsanleihen sowie gegenüber Staaten mit hoher Staatsverschuldung auf. Eine kontinuierliche Analyse internationaler Entwicklungen bleibt dennoch unerlässlich, um potenzielle Risiken frühzeitig zu erkennen und bei Bedarf geeignete risikominimierende Massnahmen zu ergreifen, um die Stabilität des Finanzsektors zu gewährleisten.

26. Juni 2025

Der Volkswirtschaftsmonitor Q3/2025 wird im September 2025 publiziert.