

Volkswirtschaftsmonitor Q3/2025

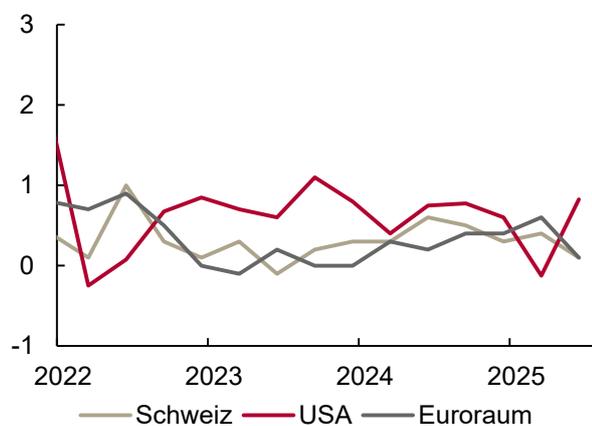
Hohe Unsicherheit belastet die Weltwirtschaft, Abschwächung bleibt bislang aber begrenzt

Im zweiten Quartal 2025 zeigte sich die globale Konjunktur weiterhin schwach. Während die US-Wirtschaft eine moderate Erholung verzeichnete, stagnierten die Wirtschaft im Euroraum und in der Schweiz nahezu. Trotz schwacher Wachstumsdynamik verharren die Arbeitslosenquoten in vielen Industrieländern auf niedrigem Niveau. Die liechtensteinische Wirtschaft erholte sich leicht, bleibt jedoch unterdurchschnittlich, belastet durch rückläufige Exporte und anhaltend hohe globale Unsicherheiten. Die Inflation ist in den letzten Monaten insbesondere in den USA wieder leicht angestiegen. Aufgrund schwacher Beschäftigungszahlen senkte die US-Notenbank im September trotzdem die Zinsen, während die Europäische Zentralbank und die Schweizerische Nationalbank ihre Leitzinsen unverändert belassen. Globale Aktienmärkte legten trotz anhaltend hoher Bewertungen weiter deutlich zu, unterstützt durch Zinssenkungserwartungen und robuste Unternehmensgewinne. Gleichzeitig wertete der US-Dollar weiter ab, und die Renditen langfristiger Staatsanleihen verharren auf erhöhtem Niveau. Trotz einer gewissen Entspannung in Bezug auf die wirtschaftspolitische Unsicherheit bleiben die globalen Abwärtsrisiken erheblich. In den USA signalisiert die Kombination aus einem abkühlenden Arbeitsmarkt und einer steigenden Kerninflation zunehmende Stagflationsrisiken. Hinzu kommen anhaltende fiskalische Risiken in hochverschuldeten Staaten, die das Vertrauen der Investoren belasten könnten. Der liechtensteinische Finanzplatz zeigt sich trotz des herausfordernden Umfelds stabil, gestützt durch robuste Kapital- und Liquiditätspuffer, anhaltende Nettoneugeldzuflüsse sowie ein widerstandsfähiges Geschäftsmodell.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Im zweiten Quartal 2025 blieb die Weltwirtschaft insgesamt schwach, auch wenn die US-Wirtschaft gegenüber dem Vorquartal eine deutliche Erholung verzeichnete (Abb. 1). Die US-Wirtschaft erholte sich nach dem leichten Rückgang zu Jahresbeginn mit einem Quartalswachstum von 0,8%, während das Wachstum im Euroraum (+0,1%) und in der Schweiz (+0,1%) nahezu stagnierte. Das US-Wachstum im ersten Halbjahr 2025 wurde stark von den Importen beeinflusst. Hohe Einfuhren vor der angekündigten Zollerhöhung drückten das BIP im ersten Quartal, ein Rückgang der Importe im zweiten Quartal wirkte dagegen wachstumssteigernd. Die Einkaufsmanagerindizes (PMI) legten im Sommer leicht zu. Der globale Composite PMI stieg im August auf 52,9. In den USA blieb er mit 54,6 klar im Expansionsbereich, während der Euroraum mit 51,0 schwache Erholungstendenzen zeigte. Laut dem IMF «World Economic Outlook» Update vom Juli 2025 wird das globale Wachstum von 3,3% im Jahr 2024 auf 3,0% im Jahr 2025 zurückgehen. Die USA sind besonders betroffen, liegen mit 1,9% aber weiterhin deutlich über dem Euroraum (1,0%). Zwar hat die Unsicherheit zuletzt etwas abgenommen, unter anderem durch neue Handelsabkommen, doch die Folgen früherer handelspolitischer Spannungen dürften zeitverzögert und regional unterschiedlich spürbar werden.

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

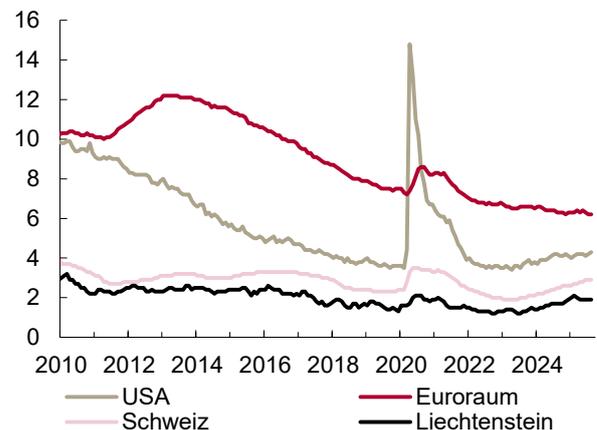


Quelle: Bloomberg.

Trotz der schwachen Konjunktur bleiben die Arbeitslosenquoten in vielen entwickelten Volkswirtschaften auf einem niedrigen Niveau.

Der globale Rückgang des BIP-Wachstums hat bislang nicht zu einer spürbaren Verschlechterung der Arbeitsmarktbedingungen geführt. Diese Resilienz ist vor allem auf demografische Faktoren und anhaltende Arbeitskräftemängel zurückzuführen. Im Euroraum liegt die Arbeitslosenquote Ende August 2025 bei 6,2%, in den USA bei 4,3%, in der Schweiz bei 2,9% und in Liechtenstein bei 1,9%. Besonders im Euroraum, wo die wirtschaftliche Abschwächung besonders ausgeprägt war, verharrte die Quote auch zuletzt auf einem historischen Tiefststand. Auch die Daten aus den USA, der Schweiz und Liechtenstein zeigen ähnliche Muster, wobei sich auch hier die Zahl der offenen Stellen in den letzten Monaten abgeschwächt hat. Zwar haben Unternehmen angesichts gestiegener Unsicherheit teilweise ihre Neueinstellungen reduziert, ein deutlicher Anstieg der Entlassungen ist jedoch bislang nicht zu beobachten.

Abb. 2: Arbeitslosenquoten
(Prozent)

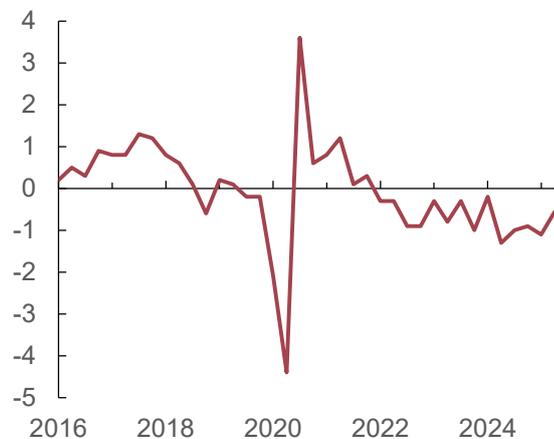


Quelle: Bloomberg, nationale Quelle.

Die liechtensteinische Konjunktur hat sich im zweiten Quartal 2025 zwar deutlich verbessert, bleibt aber weiterhin schwach. Der vom Liechtenstein-Institut quartalsweise veröffentlichte Konjunkturindikator «KonSens» stieg im zweiten Quartal von -1,1 auf -0,6 (Abb. 3). Aufgrund der anhaltenden globalen Unsicherheiten, die den Aussenhandel und die liechtensteinische Wirtschaft belasten, signalisiert der Wert im

historischen Vergleich jedoch weiterhin ein unterdurchschnittliches Quartalswachstum. Die Unternehmensbefragungsdaten fielen zwar etwas besser aus, die Güterexporte sowie der Beschäftigungszuwachs entwickelten sich jedoch weiterhin schwach. Die direkten Warenexporte lagen im zweiten Quartal 8,9% unter dem Niveau des Vorjahresquartals. Obwohl sich in den vergangenen vier Quartalen eine leichte Entspannung in der liechtensteinischen Konjunktur abzeichnet, befindet sich der KonSens nun bereits seit 14 Quartalen im negativen Bereich und signalisiert damit ein anhaltend unterdurchschnittliches Wachstum. Dies unterstreicht, dass das herausfordernde internationale Umfeld, geprägt von zunehmendem Protektionismus und neuen Handelshemmnissen, die liechtensteinische Volkswirtschaft weiterhin belastet.

Abb. 3: KonSens
(Index)



Quelle: Liechtenstein Institut.

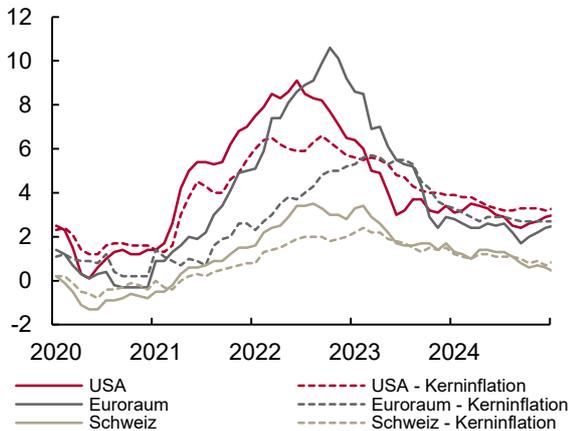
Der Bankensektor verzeichnete auch im zweiten Quartal positive Nettoneugeldzuflüsse. Trotz eines Rückgangs der verwalteten Vermögen von CHF 510 Mrd. auf CHF 500 Mrd. gegenüber dem Höchststand im ersten Quartal blieben die Zuflüsse auch im zweiten Quartal hoch. Im zweiten Quartal wurden Nettoneugeldzuflüsse von CHF 7,9 Mrd. registriert. Demgegenüber führten die Finanzmarktentwicklungen zu negativen Markteffekten von rund CHF 18 Mrd., insbesondere aufgrund der deutlichen Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Schweizer Franken seit Jahresbeginn. Zudem entwickelte sich die

Ertragslage der Banken weiterhin positiv. Sie profitierten von der gestiegenen Marktvolatilität und der erhöhten Handelsaktivität der Kunden im Zuge globaler Unsicherheiten und handelspolitischer Spannungen. Für die stark auf Vermögensverwaltung ausgerichteten Geschäftsmodelle liechtensteinischer Banken ergeben sich kurzfristig zusätzliche Ertragschancen, insbesondere durch höhere Handelsvolumina. Langfristig nehmen jedoch die Herausforderungen angesichts der unsicheren Marktentwicklung zu. Umso wichtiger bleiben eine solide Kapitalisierung (die CET1-Quote ist zuletzt leicht auf 19,4% gestiegen), robuste Liquiditätskennzahlen sowie die stabile Qualität der Vermögenswerte als zentrale Risikopuffer.

2. Inflation und Finanzmärkte

Die im Jahresverlauf insgesamt rückläufige Inflation hat in den wichtigsten Volkswirtschaften zuletzt wieder leicht zugenommen, wobei sich ein heterogenes Bild zeigt. Die Kerninflation, die volatile Komponenten wie Energie- und Lebensmittelpreise ausklammert, blieb im Euroraum in den vergangenen drei Monaten stabil, während sie in den USA und der Schweiz leicht zugenommen hat. Ende August lag die Kerninflation in den USA bei 3,1 %, im Euroraum bei 2,3 % und in der Schweiz bei 0,7 %. Im selben Zeitraum fiel die Gesamtinflation in allen drei Regionen niedriger aus als die Kerninflation. In den USA betrug sie 2,9 %, im Euroraum 2,0 % und in der Schweiz 0,2 % (Abb. 4). In der Schweiz blieb die Inflation gegenüber dem Vorquartal nahezu unverändert bzw. stieg leicht an, weshalb die Schweizerische Nationalbank (SNB) den Leitzins zuletzt unverändert bei 0% belies. Im Euroraum liegt die Inflation aktuell bei rund 2% und damit im Einklang mit dem mittelfristigen Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB). Auch die Einschätzung des EZB-Rats zum Inflationsausblick hat sich im Vergleich zur Juni-Sitzung kaum verändert, weshalb beschlossen wurde, die drei Leitzinsen ebenfalls unverändert zu lassen.

Abb. 4: Inflation
(Prozent)

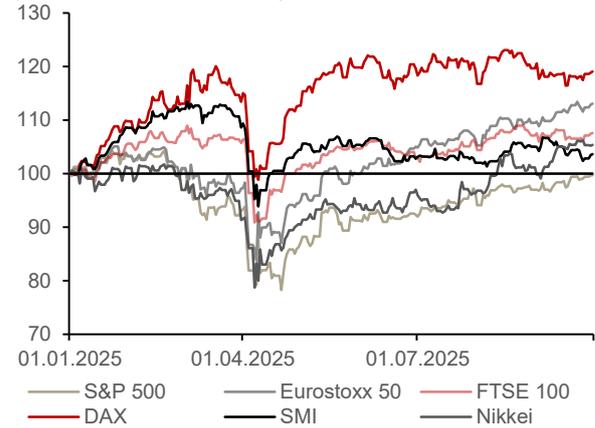


Quelle: Bloomberg.

Die US-Notenbank Fed hat den im Jahr 2024 eingeleiteten Zinssenkungszyklus im September 2025 wieder fortgesetzt. Zuvor hatte sie sich mit weiteren Zinsschritten zurückgehalten, unter anderem aufgrund von Unsicherheiten über die Auswirkungen der von der neuen US-Regierung eingeführten höheren Zölle. Vor dem Hintergrund ihres dualen Mandats hat die Fed nun beschlossen, den Leitzins zu senken; dieser liegt aktuell zwischen 4,0% und 4,25%. Ausschlaggebend für die Entscheidung waren überraschend schwache (und nach unten revidierte) Arbeitsmarktdaten, die offenlegten, dass das Beschäftigungswachstum im vergangenen Jahr deutlich überschätzt wurde. Seit Januar 2025, mit dem Amtsantritt des US-Präsidenten Trump, haben sich sowohl die Zinsstrukturkurve als auch die impliziten Zinserwartungen spürbar verändert. Während die Märkte zu Jahresbeginn noch von mehreren Zinssenkungen im Laufe des Jahres ausgingen, wurden diese Erwartungen angesichts der handelspolitischen Ausrichtung der neuen Regierung zeitlich nach hinten verschoben. Ein Zinsschritt erfolgte nun im September, sodass derzeit noch maximal zwei weitere Zinssenkung erwartet werden. Seit der Ankündigung der ersten „reziproken“ Zölle im April 2024 hat sich auch die Zinsstrukturkurve in den USA deutlich gedreht. Während die kurzfristigen Zinsen gesunken sind und damit auf eine schwächere Konjunktur hindeuten, sind die langfristigen Zinsen spürbar gestiegen. Diese Entwicklung könnte

entweder auf höhere fiskalische Risiken oder höhere Inflationserwartungen hindeuten.

Abb. 5: Aktienmarktindizes in CHF
(Index, 1.1.2025 = 100)

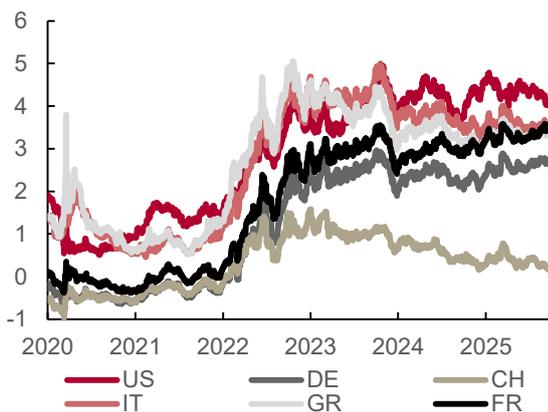


Quelle: Bloomberg.

Trotz anhaltend hoher Unsicherheit erreichten die globalen Aktienmärkte neue Höchststände. Erwartungen einer geldpolitischen Lockerung in den USA, robuste Unternehmensgewinne und Fortschritte in Handelsgesprächen haben den globale Risikoappetit erhöht. Trotz eines temporären Rückschlags im April infolge von US-Zollankündigungen verzeichneten die globalen Aktienmärkte im Jahresverlauf deutliche Zugewinne. Wichtige Indizes, darunter der S&P 500, Eurostoxx 50 und DAX, liegen nahe ihren historischen Höchstständen. Die Bewertungen, gemessen etwa am Shiller-CAPE-Index, liegen damit im historischen Vergleich auf einem sehr hohen Niveau. Die starke Entwicklung wurde insbesondere in den USA von grossen Technologieunternehmen und Optimismus im Hinblick auf künstliche Intelligenz getragen, was – kombiniert mit den hohen Bewertungen – das Risiko für Preiskorrekturen erhöht. Für Anleger in der Schweiz und Liechtenstein fällt die Entwicklung in Schweizer Franken weniger positiv aus, da die Frankenaufwertung, insbesondere gegenüber dem US-Dollar, nicht währungsabgesicherte Auslandsinvestitionen belastet (Abb. 5). Parallel dazu stieg auch der Goldpreis, was auf eine gleichzeitige Nachfrage nach sicheren Anlagen angesichts anhaltender Unsicherheit und potenzieller Bedenken auch in Bezug auf die künftige Inflation hinweist. Weiters überrascht die niedrige

Marktvolatilität an den Märkten. Das stabile Marktumfeld trotz derzeit hohen, aber schwer quantifizierbarer Risiken, wie beispielsweise handelsbezogene Risiken und geopolitische Spannungen.

Abb. 6: Renditen auf 10-jährige Staatsanleihen (Prozent)



Quelle: Bloomberg.

Die Verringerung der Renditedifferenzen zwischen Staaten mit historisch unterschiedlichen Risikoeinschätzungen deutet auf eine Anpassung der Risikowahrnehmung der Investoren hin. Im langjährigen Vergleich haben sich die langfristigen Renditen, trotz des Rückgangs der kurzfristigen Zinsen, sowohl in den USA als auch im Euroraum auf einem höheren Niveau stabilisiert. Diese höheren Finanzierungskosten spiegeln sowohl gestiegene Inflationserwartungen als auch wachsende Bedenken hinsichtlich der öffentlichen Verschuldung wider. Die Konvergenz der Renditen von Staatsanleihen, die historisch als sehr unterschiedlich risikobehaftet galten, deutet auf eine Änderung der Risikowahrnehmung der Investoren hin. Dies zeigt sich auch in den enger werdenden Spreads zwischen italienischen und deutschen Staatsanleihen. In der Schweiz hingegen sind die langfristigen Renditen von Staatsanleihen in den vergangenen zwei Jahren gesunken und liegen inzwischen wieder nahe bei null (Abb. 6).

Der US-Dollar hat zuletzt weiter abgewertet. Seit dem Amtsantritt von US-Präsident Trump hat der US-Dollar im Vergleich zu seinen wichtigsten Handelspartnern deutlich nachgegeben.

Gegenüber dem Schweizer Franken beträgt die Abwertung beispielsweise rund 13 %. In Krisenzeiten und Phasen erhöhter Unsicherheit galt der US-Dollar in der Vergangenheit als «sicherer Hafen», was typischerweise zu Kapitalzuflüssen und einer Aufwertung der Währung führte. In den letzten Monaten hat sich dieser Trend jedoch umgekehrt. Seit der Ankündigung neuer Zölle im April hat sich der USD-Index um fast 7% abgeschwächt. Zum einen ist dies auf Bedenken im Zusammenhang mit den aktuellen fiskalpolitischen Auswirkungen zurückzuführen, die die US-Staatsverschuldung in die Höhe treiben dürfte und Anleger folglich höhere Risikoprämien fordern lässt. Zum anderen nähren auch Zweifel an der institutionellen Stabilität der USA diesen Trend. Hinzu kommt, dass ausländische Investoren zwar weiterhin in US-Aktiva wie Aktien und Anleihen investieren, sich aber in zunehmendem Masse gegen Wechselkursrisiken absichern. Die verstärkte Absicherung gegen Wechselkursrisiken hat zur zusätzlichen Schwächung des US-Dollars beigetragen. Damit lässt sich erklären, weshalb US-Aktienmärkte trotz robuster Kursentwicklung zuletzt keine Stütze für den Dollar waren.

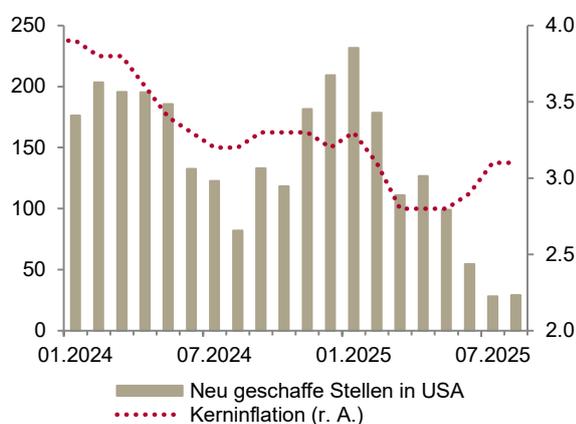
3. Risiken

Obwohl die Weltwirtschaft die politischen Schocks der letzten Monate bislang überraschend gut überstanden hat, bleiben die Abwärtsrisiken erheblich. Insbesondere deuten in den USA eine schwache Beschäftigungsdynamik bei gleichzeitig steigender Kerninflation darauf hin, dass die US-Notenbank vor wachsenden Herausforderungen bei der Erfüllung ihres dualen geldpolitischen Mandats steht. Die Kombination aus einem sich abschwächenden Arbeitsmarkt und zunehmendem Preisdruck (Abb. 6) unterstreicht die wachsenden Stagflationsrisiken in den USA. Diese Entwicklungen können weitreichende Auswirkungen auch auf die Weltwirtschaft haben.

Die fiskalischen Fundamentaldaten bleiben in einigen europäischen Ländern sowie in den USA schwach und könnten das Vertrauen der Investoren belasten. Zwar haben viele Länder nach der pandemiebedingten fiskalpolitischen Lockerung erhebliche Fortschritte bei der

Haushaltskonsolidierung erzielt, doch in einigen Staaten wurden die Schuldenstände seit den COVID-Höchstwerten kaum reduziert, während weiterhin erhebliche Haushaltsdefizite bestehen. Für Länder mit niedrigen Schuldenquoten stellt diese Kombination ein geringeres Risiko dar. In hochverschuldeten Staaten könnte sie jedoch Bedenken hinsichtlich der Schuldentragfähigkeit wecken, da für Investoren neben dem aktuellen Schuldenniveau auch der künftige Schuldenpfad eine wichtige Rolle spielt. Die Konvergenz der Renditen von Staatsanleihen, deren Emittenten historisch als unterschiedlich risikobehaftet galten, deutet darauf hin, dass sich die Risikowahrnehmung der Investoren verschieben könnte. Das Vertrauen der Gläubiger könnte insbesondere dann unter Druck geraten, wenn die Haushaltskonsolidierung langsamer voranschreitet als erwartet und Zweifel an der langfristigen Finanzierbarkeit der Staatsverschuldung entstehen.

Abb. 7: US-Arbeitsmarkt
(3-Monats Durchschnitt in Tausend, Prozent)

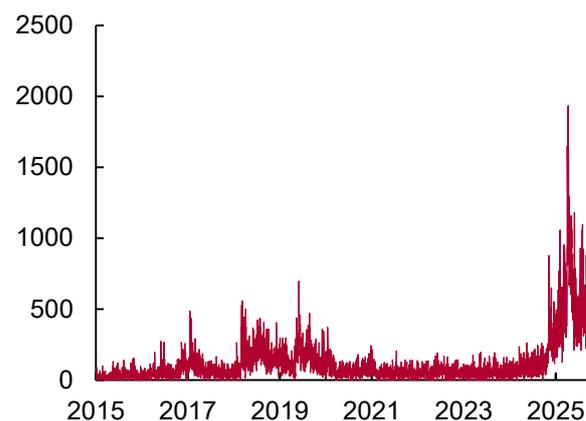


Quelle: BLS, Bloomberg.

Die Unsicherheit bleibt weiterhin hoch. Fortschritte bei bilateralen Handelsabkommen mit mehreren US-Handelspartnern haben die handelspolitische Unsicherheit zuletzt reduziert (Abb. 8), was eine moderate Aufwärtsrevision der globalen Wachstumserwartungen unterstützt. Gleichzeitig dämpfen die hohen Zölle und die weiterhin ausgeprägte Unsicherheit die weltwirtschaftliche Dynamik. Zusätzliche Handelsbarrieren könnten das Risiko einer stärkeren Abschwächung der Weltwirtschaft erhöhen. Umgekehrt ist nicht

auszuschließen, dass sich die globale Konjunktur widerstandsfähiger erweist als derzeit erwartet.

Abb. 8: Trade policy uncertainty
(Index)



Quelle: Caldara et al. (2020).

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 Kapital- und Liquiditätspuffer die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors, um potenzielle Verluste abzufedern zu können. Eine kontinuierliche Analyse internationaler Entwicklungen bleibt dennoch unerlässlich, um potenzielle Risiken frühzeitig zu erkennen und bei Bedarf geeignete Massnahmen zu ergreifen, um die Stabilität des Finanzsektors zu gewährleisten.

01. Oktober 2025

Der Volkswirtschaftsmonitor Q4/2025 wird im Dezember 2025 publiziert.