

Volkswirtschaftsmonitor Q4/2025

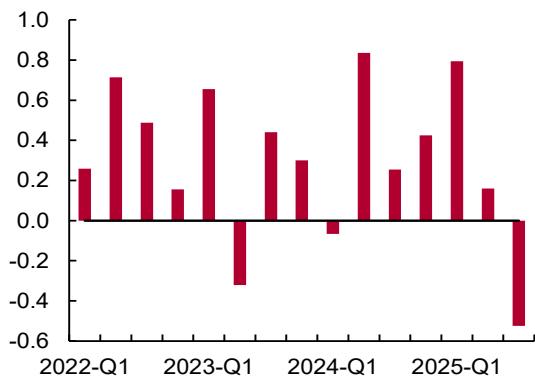
Globale Konjunktur und Arbeitsmärkte überraschend widerstandsfähig

Die globale Konjunktur zeigte sich im Jahr 2025 bislang überraschend widerstandsfähig. Trotz Handelskonflikten und höherer US-Zölle erwartet die OECD ein weltweites BIP-Wachstum von 3,2%, nur leicht unter dem Vorjahreswert. In den USA verlangsamt sich das Wirtschaftswachstum auf 2,0%, während der Euroraum auf 1,3% zulegt. Gleichzeitig erschweren Vorzieheeffekte im Außenhandel, Investitionen in Datenzentren und künstliche Intelligenz in den USA sowie fiskalische Impulse in Europa die Interpretation der kurzfristigen Konjunktursignale. Die Arbeitsmärkte bleiben insgesamt stabil. Der Rückgang offener Stellen deutet jedoch auf eine graduelle Abschwächung hin. In Liechtenstein bleibt die Konjunktur unterdurchschnittlich. Der KonSens verharrt bei -0,6, das Beschäftigungswachstum ist seit dem vierten Quartal 2024 negativ und die Konjunkturumfrage signalisiert eine rückläufige Personalplanung im Industriesektor. Der liechtensteinische Bankensektor zeigt sich im aktuellen Umfeld stabil. Die verwalteten Kundenvermögen erreichten mit CHF 523 Mrd. einen neuen Höchststand, getragen von Nettoneugeldzuflüssen. Geldpolitisch bleibt das Umfeld anspruchsvoll. Im Euroraum liegt die Inflation wieder über 2%, auch in den USA bleibt die Inflation erhöht, während in der Schweiz die Inflation wieder auf 0% fällt. Die US-Notenbank Fed senkte die Leitzinsen erneut, wobei die Projektionen der Fed-Entscheidungsträger auf erhöhte Unsicherheit über den weiteren Pfad hindeuten. Die EZB und SNB beliessen ihre Leitzinsen im Dezember unverändert. An den Finanzmärkten stützt der KI-Optimismus die Aktienkurse. Gleichzeitig erhöhen hohe Bewertungen und wirtschaftspolitische Unsicherheit das Risiko abrupter Marktkorrekturen.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Die globale Konjunktur zeigte sich im laufenden Jahr überraschend widerstandsfähig. Trotz der Handelskonflikte und der Einführung höherer US-Zölle prognostiziert die OECD das weltweite BIP-Wachstum für 2025 auf 3,2 % und damit lediglich 0,1 Prozentpunkte unter dem Wert des Vorjahres. Während sich das Wachstum in den USA im Vergleich zu 2024 um 0,8 Prozentpunkte auf 2,0 % abschwächt, legt das BIP im Euroraum um 0,5 Prozentpunkte auf 1,3 % zu. Die US-Wirtschaft profitierte insbesondere von starken Investitionen in den Bereichen künstlicher Intelligenz und Datenzentren. Diese Entwicklungen konnten die schwächere Dynamik bei den privaten Konsumausgaben – unter anderem infolge der höheren Importzölle – teilweise kompensieren. Die quantitativen Auswirkungen der Zollmassnahmen auf das BIP lassen sich aktuell nur schwer isolieren. So haben etwa Antizipationseffekte im Exportsektor, sowie staatliche Impulse in Europa das Wachstum kurzfristig gestützt.

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



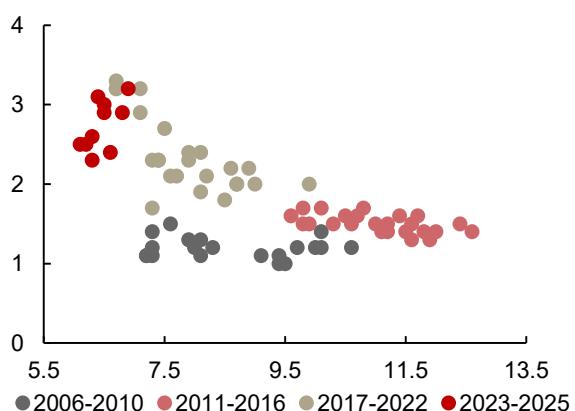
Quelle: SECO.

Ein Beispiel für solche temporären Effekte bietet die quartalsweise BIP-Entwicklung der Schweiz (Abb. 1). Nach einem starken ersten Quartal – getrieben durch die chemisch-pharmazeutische Industrie – folgte eine deutlich negative Entwicklung. Dies lässt darauf schliessen, dass die positive Entwicklung vor allem im ersten Quartal nicht auf eine nachhaltig erhöhte Nachfrage, sondern auf Vorzieheffekte zurückzuführen ist. Dies veranschaulicht die Problematik, dass Vorzieheffekte die

Nachfrage künstlich erhöhen, während ein Abbau von Inventar in den USA, aufgrund der Hoffnung auf tieferen Zöllen, die Nachfrage nach Importgütern künstlich verringert. Deshalb ist die tatsächliche Nachfrage nur schwer abschätzbar.

Der Arbeitsmarkt zeigt sich weiterhin widerstandsfähig. Trotz der wirtschaftspolitischen Lage ist es nur bedingt zu einer Abschwächung am Arbeitsmarkt gekommen. Die Resilienz ist vor allem auf demografische Faktoren sowie den anhaltenden Fachkräftemangel in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften zurückzuführen. Im Euroraum lag die Arbeitslosenquote per Ende November 2025 bei 6,4%, in den USA bei 4,6 %, in der Schweiz bei 3,0% und in Liechtenstein bei 2,0%. Damit verharren die Quoten auf historisch tiefem Niveau. Gleichzeitig mehren sich jedoch Anzeichen einer beginnenden Abschwächung am Arbeitsmarkt. So ist in mehreren Ländern ein Rückgang der offenen Stellen zu beobachten. Abbildung 2 zeigt die Entwicklung der Beveridge-Kurve für den Euroraum, die das Verhältnis zwischen Arbeitslosenquote und offenen Stellen abbildet. Die aktuellen Daten verdeutlichen, dass trotz niedriger Arbeitslosigkeit die Zahl der offenen Stellen rückläufig ist – ein Hinweis auf einen weniger angespannten Arbeitsmarkt.

Abb. 2: Beveridge-Kurve für den Euroraum (x-Achse: Arbeitslosigkeit in %, y-Achse: Offene Stellen in %)

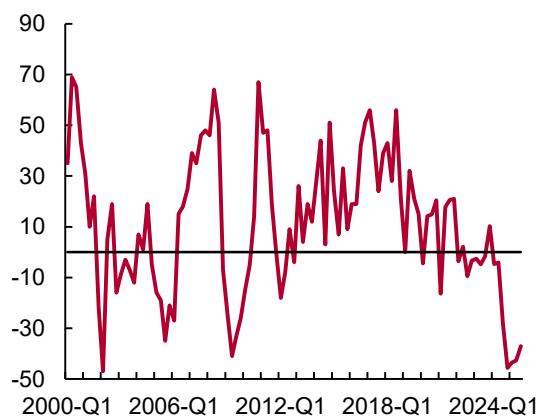


Quelle: Eurostat.

Liechtensteins Konjunktur bleibt weiterhin schwach. Der vom Liechtenstein-Institut quartalsweise publizierte Sammelindikator «KonSens»

verharre wie bereits im Vorquartal bei -0,6. Damit setzt sich das unterdurchschnittliche Wachstum der liechtensteinischen Volkswirtschaft weiter fort. Die schwache Entwicklung schlägt sich zunehmend auch am Arbeitsmarkt nieder. Das Beschäftigungswachstum ist seit dem vierten Quartal 2024 negativ und zeigt bislang keine Anzeichen einer Erholung. Auch die Ergebnisse der aktuellen Konjunkturumfrage stützen diese Einschätzung. Abbildung 3 zeigt den aggregierten Index aus der Umfrage unter Industrieunternehmen zur erwarteten Entwicklung des Personalbestands in den kommenden drei Monaten. Der Indexwert liegt deutlich im negativen Bereich, was darauf hinweist, dass mehr Unternehmen mit einem Rückgang der Beschäftigung rechnen als mit einem Zuwachs. Im historischen Vergleich bewegt sich der Index aktuell auf einem Niveau, das zuletzt während der globalen Finanzkrise erreicht wurde. Insgesamt verdichten sich die Signale, dass sich die Schwächephase der liechtensteinischen Wirtschaft vorerst fortsetzen dürfte – nicht zuletzt vor dem Hintergrund der anhaltend hohen geopolitischen Fragmentierung und der damit einhergehenden wirtschaftspolitischen Unsicherheit.

Abb. 3: Ausblick Personalbestand (Index)



Quelle: Amt für Statistik.

Die verwalteten Kundenvermögen im liechtensteinischen Bankensektor erreichen ein Rekordniveau, begleitet von einer weiterhin soliden Ertragslage. Der liechtensteinische Bankensektor steuert auf ein insgesamt erfolgreiches Jahr zu. Die verwalteten Kundenvermögen erreichten

im dritten Quartal 2025 mit CHF 523 Mrd. einen neuen Höchststand. Dieser Anstieg ist nicht nur auf die nach wie vor positive Entwicklung der Aktienmärkte zurückzuführen, sondern auch auf deutliche Nettoneugeldzuflüsse. Bis Ende des dritten Quartals beliefen sich diese auf knapp CHF 22 Mrd. Die positive Entwicklung schlägt sich auch in der Ertragslage nieder: So lagen die Kommissionserträge der systemrelevanten Banken im dritten Quartal um 11,1 % über dem Vorjahreswert. Dies unterstreicht die Ertragsstärke des überwiegend vermögensverwaltungsbasierten Geschäftsmodells im aktuellen Marktumfeld.

2. Inflation und Finanzmärkte

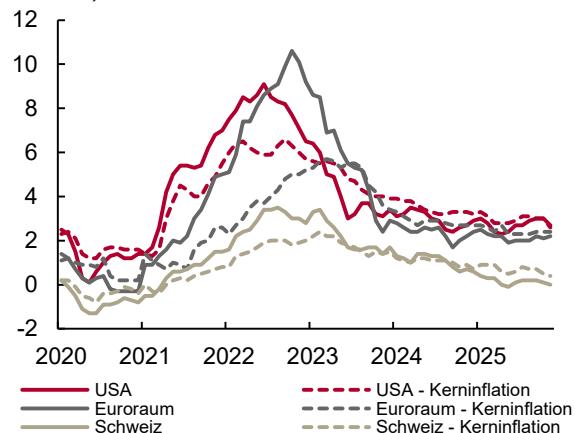
Der Inflationsdruck bleibt – mit Ausnahme der Schweiz – weiterhin hoch. Die Teuerung verharret in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften weiterhin über dem Inflationsziel der Zentralbanken. Im Euroraum stieg die Inflation im November überraschend auf 2,2 % (Abb. 4). In den USA war ein Rückgang zu beobachten – um 0,3 Prozentpunkte auf 2,7 %. Nicht nur die Gesamtinflation, sondern auch die Kerninflation – die Teuerung ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise – liegt mit 2,4 % im Euroraum und 2,6 % in den USA über dem jeweiligen Zielwert von 2 %. Eine Ausnahme bildet die Schweiz: Hier lag die Inflationsrate im November bei 0,0 %, womit auch das Risiko einer erneuten Deflation zugenommen hat. Die Kerninflation lag ebenfalls tief bei 0,4 %.

Die US-Notenbank Fed hat in ihrer Dezember-sitzung die Leitzinsen erneut um 25 Basispunkte gesenkt und die Geldpolitik damit zum zweiten Mal in Folge gelockert. Gleichzeitig deutet das Abstimmungsverhalten im FOMC sowie die Streuung der veröffentlichten Zinsprojektionen auf eine zunehmende Uneinigkeit über den aktuellen Kurs und die weiteren Zinsschritte hin. Diese Divergenzen dürften unter anderem mit den weiterhin schwer quantifizierbaren Effekten der Zollpolitik und der insgesamt erhöhten wirtschaftspolitischen Unsicherheit zusammenhängen, da diese Faktoren den Zielkonflikt der Fed zwischen Preisstabilität und Vollbeschäftigung derzeit zusätzlich verschärfen. Zusätzlich erschwerte der lange «Government Shutdown» in den USA die

Lagebeurteilung, da sich die Veröffentlichung wichtiger makroökonomischer Daten verzögert hat. Die EZB und die SNB beliessen ihre massgeblichen Leitzinsen in ihren jüngsten Entscheidungen hingegen unverändert bei 2,0 % bzw. 0,0 %.

Abb. 4: Inflation

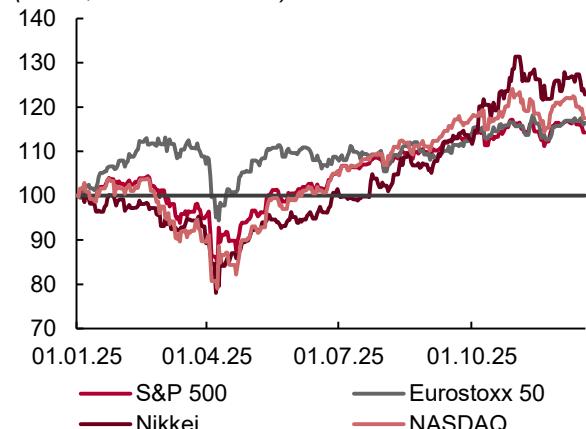
(Prozent)



Quelle: Bloomberg.

Die Aktienmärkte erreichen weiterhin neue Höchststände. Der Optimismus im Zusammenhang mit künstlicher Intelligenz (KI) bleibt dabei ein zentraler Treiber und stützt die Kurse in vielen Ländern. Insbesondere Large-Cap-Technologie-werte entwickelten sich über weite Strecken über-durchschnittlich, getragen von soliden Gewinn-zahlen. Dies zeigt sich beispielsweise in der star-ken Performance des NASDAQ (Abb. 5). Eine Stu-die der Bank für Internationalen Zahlungsaus-gleich kommt zum Schluss, dass ohne die positive KI-Stimmung die negativen Effekte der Zollpolitik überwogen hätten und die Aktienmärkte sich ins-gesamt schwächer entwickelt hätten. Die Märkte blei-ben somit hoch bewertet, was sich unter and-rem am zyklisch bereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnis zeigt, das nahe an historischen Höchstständen liegt. Die Kombination aus hoher Bewertung und einem potenziell fragilen Optimismus rund um KI führt wiederholt zu Phasen erhöhter Volatilität. Auch ausserhalb der USA war die Stimmung über-wiegend positiv: In Japan legten die Aktien im Zuge der politischen Veränderungen zu, weil sich die Erwartungen an eine expansivere Fiskalpolitik verstärkten. Europäische Aktien profitierten eben-falls vom aktuellen Umfeld.

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



Quelle: Bloomberg.

3. Risiken

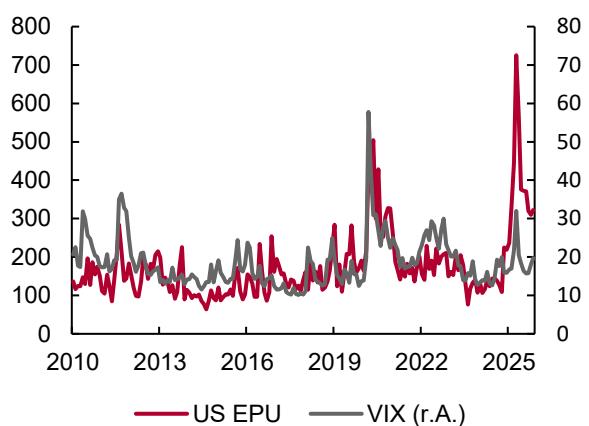
Das Risiko abrupter und ausgeprägter Markt-korrekturen bleibt erhöht. Die Anfälligkeit der Aktienmärkte für Korrekturen ist aus mehreren Gründen weiterhin hoch. Zum einen sind die Be-wertungen in vielen Marktsegmenten erhöht, wo-bei ein wesentlicher Teil dieser Bewertung durch einen stark narrativgetriebenen Optimismus im Zusammenshang mit künstlicher Intelligenz ge-stützt wird. Zum anderen bleibt das makroökono-mische Umfeld von hoher Unsicherheit geprägt, die sich bislang nur teilweise in den Aktienmärkten wider-spiegelt. Dies wird beispielsweise in Abbil-dung 6 deutlich, die zeigt, dass die historisch enge Korrelation zwischen der impliziten Aktienmarkt-volatilität (VIX) und der wirtschaftspolitischen Un-sicherheit (EPU) im Jahr 2025 weniger stark aus-geprägt ist als in früheren Phasen. Vor diesem Hintergrund warnen viele Zentralbanken, dass wirtschaftspolitische Risiken in den Marktpreisen möglicherweise nicht angemessen reflektiert sind. Die Kombination der oben genannten Faktoren steigert die Wahrscheinlichkeit für abrupte und kräftige Marktkorrekturen.

Liechtensteins Konjunktur bleibt schwach. Zwar hat sich die liechtensteinische Volkswirt-schaft auch in früheren Krisen als robust erwiesen und konnte sich wiederholt rasch erholen, den-noch ist die aktuelle Dynamik – insbesondere das

negative Beschäftigungswachstum – weiterhin aufmerksam zu beobachten. Der üblicherweise erwartete Zusammenhang zwischen BIP-Wachstum und Arbeitslosigkeit (Okun'sches Gesetz) war in Liechtenstein in der Vergangenheit – auch vor dem Hintergrund des hohen Pendleranteils – kaum oder nur eingeschränkt beobachtbar. Derzeit bleibt die Arbeitslosenquote trotz konjunktureller Schwäche niedrig. Angesichts des eingetrübenen Ausblicks und der rückläufigen Beschäftigung kann sich die Situation am Arbeitsmarkt jedoch mit zeitlicher Verzögerung deutlicher zeigen.

Abb. 6: US EPU und VIX

(Index)



Quelle: Bloomberg, www.policyuncertainty.com.

Trotz des herausfordernden makrofinanziellen Umfelds bleibt der liechtensteinische Finanzplatz stabil. Die liechtensteinischen Banken steuern auf ein erfolgreiches Jahr zu, und der Bankensektor präsentiert sich insgesamt aufgrund solider Kapital- und Liquiditätskennzahlen weiterhin robust. Vor dem Hintergrund erhöhter Volatilität und Unsicherheit an den Finanzmärkten bleibt ein aktives und vorausschauendes Liquiditätsmanagement und eine stabile Kapitalisierung jedoch unerlässlich.

18. Dezember 2025

Der Volkswirtschaftsmonitor Q1/2026 wird im März 2026 publiziert.