



FMA

Finanzmarktaufsicht
Liechtenstein

Volkswirtschaftsmonitor Q1/2025

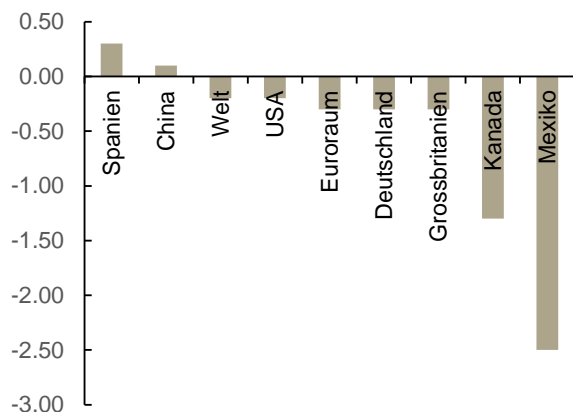
Weltwirtschaft schwächt sich aufgrund steigender politischer Unsicherheit und restriktiverer Handelspolitik ab

Die globale Wirtschaft entwickelte sich 2024 insgesamt robust, getragen durch starkes Wachstum in den USA und China. Für 2025 erwartet die OECD jedoch eine Abschwächung der Dynamik, insbesondere aufgrund zunehmender Unsicherheiten in der Handels- und Wirtschaftspolitik. Exportorientierte Länder mit enger Handelsverflechtung zu den USA sind besonders betroffen. Trotz der konjunkturellen Abkühlung zeigt sich der Arbeitsmarkt bislang stabil. Die Arbeitslosenquoten bleiben niedrig, wenngleich sich leichte Abschwächungstendenzen in Form rückläufiger offener Stellen zeigen. In Liechtenstein ist die Arbeitslosigkeit zuletzt gestiegen, liegt aber weiterhin auf einem tiefen Niveau. Die Inflationsentwicklung bleibt trotz schwacher Konjunktur angespannt. Im Euroraum und in den USA verharrt die Teuerung über dem Zielwert der Notenbanken. Der eskalierende Handelskonflikt erhöht die Inflationsrisiken zusätzlich. Die Finanzmärkte reagieren empfindlich auf die hohe Unsicherheit. Während US-Aktien zuletzt stark unter Druck gerieten, profitierten europäische Märkte von fiskalischen Impulsen. Der US-Dollar, der traditionell in Zeiten von Unsicherheit als sicherer Hafen gilt, zeigt sich bislang überraschend schwach. Nach einer kurzzeitigen Aufwertung unmittelbar nach den US-Wahlen hat er deutlich an Wert verloren. Der liechtensteinische Finanzplatz bleibt in diesem Umfeld weiterhin stabil, wenngleich die sinkenden Zinsen die Profitabilität im kommenden Jahr weiter dämpfen dürften.

1. Konjunkturelle Entwicklung

Die globale Wirtschaft zeigte sich 2024 relativ robust, insbesondere durch starkes Wachstum in den USA und in einigen grossen Schwellenländern wie China. Aktuelle Indikatoren deuten jedoch auf eine Abschwächung der weltweiten Konjunkturdynamik im Jahr 2025 hin. Die OECD revidierte ihre Wachstumsprognosen für die Jahre 2025 und 2026 leicht nach unten. Die globale BIP-Wachstumsrate wird nun für 2025 bei 3,1 % und für 2026 bei 3,0 % erwartet. Abbildung 1 zeigt die Differenz zwischen den BIP-Prognosen der OECD im Dezember 2024 und März 2025 für das laufende Jahr. Während in einzelnen Ländern, etwa Spanien oder China, die Prognosen nach oben revidiert wurden – China profitiert insbesondere von staatlichen Konjunkturmassnahmen – zeigt sich insgesamt ein klar negatives Bild. Besonders betroffen von den Abwärtsrevisionen sind exportabhängige Volkswirtschaften mit starker Handelsverflechtung in die USA. Hier belasten neue oder angekündigte Zollerhöhungen die wirtschaftlichen Aussichten erheblich. Dementsprechend wurde auch für den Euroraum die Wachstumsprognose um -0,3 Prozentpunkte gesenkt.

Abb. 1: Revision der BIP-Prognose für 2025 (Prozentpunkte)

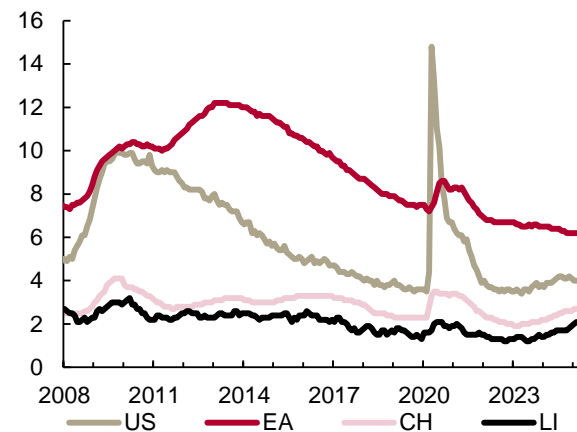


Quelle: OECD.

Mit Spannung werden die BIP-Zahlen für das erste Quartal 2025 in den USA erwartet, die am 30. April veröffentlicht werden. Während die OECD ihre Prognose für das ganze Jahr 2025 nur leicht nach

unten korrigiert hat, von 2,4% auf 2,2%, zeichnet das „GDPNow“-Modell der Federal Reserve Bank of Atlanta ein deutlich pessimistischeres Bild, zumindest für das erste Quartal 2025. Stand 25. März liegt die Prognose bei -1.8% annualisiertem BIP Wachstum fürs erste Quartal 2025. Hochfrequente Indikatoren deuten ebenfalls auf eine spürbare Abkühlung hin. Die Konsumentenstimmung trübte sich im März weiter ein, und die Inflationserwartungen der Haushalte erreichten ein 32-Jahreshoch. Die gedämpfte Konsumlaune und hohen Inflationserwartungen spiegeln sich zunehmend in den Konsumausgaben wider, die in den vergangenen Jahren einen massgeblichen Treiber des starken US-Wachstums darstellten.

Abb. 2: Arbeitslosenquote (Prozent)



Quelle: Bloomberg, Nationale Quellen.

Die Arbeitslosenquoten bleiben in den meisten entwickelten Volkswirtschaften auf niedrigem Niveau. Im Euroraum (6,2%), in den USA (4,0%), der Schweiz (2,7%) und in Liechtenstein (2,1%) verharrt die Arbeitslosigkeit weiterhin auf einem tiefen Stand (Abb. 2). Allerdings zeigt sich in Liechtenstein zuletzt ein moderater Anstieg der Arbeitslosenzahlen: Während die Quote im Februar 2024 noch bei 1,5% lag, ist sie inzwischen auf 2,1% gestiegen. Trotz dieses Anstiegs bleibt die Arbeitslosenquote im internationalen Vergleich sehr niedrig. Eine ähnliche Entwicklung zeigt sich in der Schweiz, während die Arbeitslosenquoten in den USA und im Euroraum zuletzt sogar leicht gesunken sind. Die Unsicherheit über die konjunkturelle Entwicklung hat sich bislang nicht spürbar auf

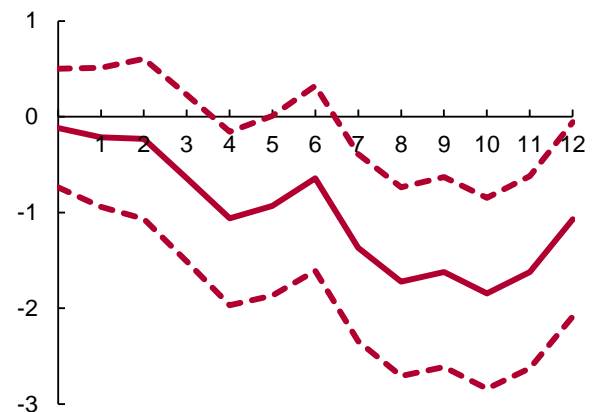
den Arbeitsmarkt übertragen. Vielmehr könnten die geplanten Investitionen in Deutschland den Fachkräftemangel im Euroraum sogar noch verstärken. Auch die weiterhin starke Lohnentwicklung in den USA und im Euroraum spricht für einen insgesamt angespannten Arbeitsmarkt, der trotz konjunktureller Abkühlung bislang lediglich durch einen Rückgang der offenen Stellen erste negative Signale zeigt.

Während die Schätzrechnung des Amtes für Statistik für 2023 von einem deutlich positiven BIP-Wachstum in Liechtenstein ausgeht, signalisieren alternative Konjunkturindikatoren für die letzten drei Jahre eine anhaltende Wachstumsschwäche. Während sich die Weltwirtschaft im vergangenen Jahr insgesamt positiv entwickelte, stagnierte das Wachstum im Euroraum im vierten Quartal. Diese schwache Entwicklung wirkt sich auch auf Liechtenstein aus. Der „KonSens“, ein konjunktureller Sammelindikator des Liechtenstein-Instituts, signalisiert das zwölfte Quartal in Folge ein unterdurchschnittliches Wachstum, wenngleich der Indexwert im vierten Quartal auf -0,77 anstieg und damit höher lag als in den beiden Vorquartalen. Ob sich diese positive Tendenz im ersten Quartal 2025 fortsetzt, bleibt jedoch abzuwarten, da die liechtensteinischen Exporte zunehmend unter der Unsicherheit über die globale Handelspolitik leiden. Die kürzlich veröffentlichte BIP-Schätzrechnung für das Jahr 2023 zeigt hingegen ein deutlich positiveres Bild und geht von einem nominellen Wachstum von 5,7% aus. Laut dem Amt für Statistik ist dieser Anstieg vor allem auf höhere Zinsmargen im Bankensektor sowie eine starke Handelsbilanz zurückzuführen. Dieses Wachstum folgt auf einen nominalen Rückgang des BIP im Jahr 2022 um -2,6%. Während verschiedene verfügbare Daten bzw. Indikatoren daher ein gemischtes Bild liefern, sind die aktuellen globalen Entwicklungen aufgrund des zunehmenden Protektionismus und einer abkühlenden Konjunktur mit steigenden Herausforderungen für die heimische Volkswirtschaft verbunden.

Erste Schätzungen deuten darauf hin, dass die liechtensteinischen Exporte empfindlich auf erhöhte Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Handelspolitik reagieren. Abbildung 3 zeigt

die prozentuale Veränderung der Exporte in Folge eines durchschnittlichen Anstieges der handelspolitischen Unsicherheit, inklusive der 90%-Konfidenzintervalle (gestrichelte Linie), über einen Zeitraum von zwölf Monaten. Die Ergebnisse legen nahe, dass sich eine Zunahme der Unsicherheit zunächst nur geringfügig auswirkt – vermutlich aufgrund bestehender Auftragsbestände. Ab dem sechsten Monat verstärken sich die Effekte jedoch deutlich, und nach rund zehn Monaten liegen die Exporte fast 2% unter dem Niveau vor dem Schock. Diese Schätzung verdeutlicht, dass bereits zunehmende Unsicherheit über die Handelspolitik – und nicht nur die Massnahmen selbst – negative reale wirtschaftliche Auswirkungen mit sich bringt, diese sich jedoch erst mit zeitlicher Verzögerung vollumfänglich entfalten.

Abb. 3: Dynamische Reaktion der liechtensteinischen Exporte auf erhöhte Unsicherheit in der Handelspolitik
(Prozent)

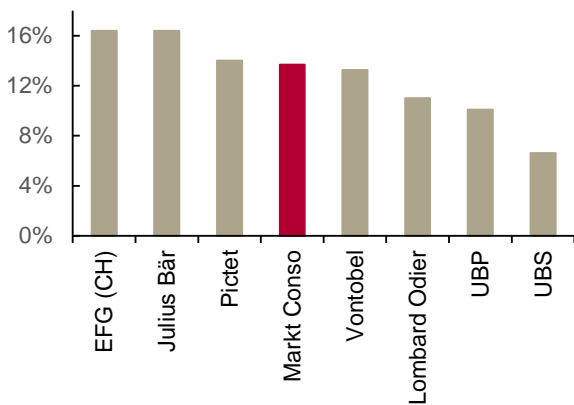


Quelle: Eigene Berechnung, Reaktion auf einer Änderung im Trade Policy Uncertainty Index um eine Standardabweichung.

Der Liechtensteiner Bankensektor bleibt auf Wachstumskurs und schneidet auch im Vergleich mit Schweizer Privatbanken solide ab. Der liechtensteinische Bankensektor verzeichnete mit Ende des Jahres einen neuen Höchststand an verwalteten Vermögen in der Höhe von knapp CHF 504 Milliarden. Abbildung 4 zeigt die prozentuelle Veränderung der verwalteten Vermögen von 2023 auf 2024, wobei der liechtensteinische Markt auch im Vergleich mit Schweizer Privatbanken gut abschneidet. Diese solide Entwicklung bestätigt sich auch in einem Vergleich in Bezug auf das

Nettoneugeld. Einzig beim Kosten-Ertrags-Verhältnis hinkt der liechtensteinische Bankensektor den Schweizer Peers tendenziell hinterher. Positiv hervorzuheben sind hingegen die weiterhin hohen Kernkapitalquoten (die CET1-Quote betrug per Ende 2024 auf konsolidierter Ebene 19.5%), eine hohe Qualität der Vermögenswerte mit einer niedrigen Quote an notleidenden Krediten sowie starke Liquiditätskennzahlen.

Abb. 4: Verwaltete Vermögen
(2024, jährliches Wachstum in Prozent)



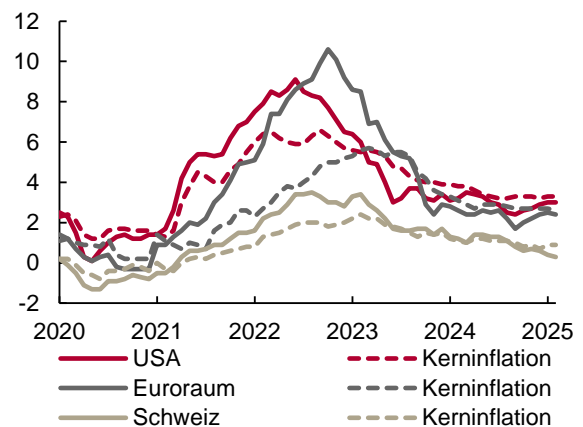
Quelle: FMA, finnews.ch.

2. Inflation und Finanzmärkte

Die Inflationsrisiken bleiben nicht zuletzt auch aufgrund zunehmender Handelshemmnisse weiterhin erhöht. Ein anhaltender Handelskonflikt droht die Inflation über einen längeren Zeitraum auf erhöhtem Niveau zu halten. Im Euroraum und in den USA liegt die Teuerung weiterhin über der angestrebten Zwei-Prozent-Marke der Notenbanken und könnte angesichts der eskalierenden Handelsstreitigkeiten mittelfristig auf diesem Niveau verharren oder sogar weiter steigen. Sowohl die EZB als auch die US-Notenbank Fed betonten in ihren jüngsten Pressekonferenzen den inflationären Effekt der neu eingeführten Handelszölle. Zudem wirkt sich die anhaltende Unsicherheit über die zukünftige Handelspolitik zunehmend negativ auf die Wirtschaft aus. Dies stellt die Zentralbanken vor einen potenziellen Zielkonflikt: Einerseits erfordert die anhaltend hohe Inflation eine restriktive Geldpolitik, andererseits könnten

Zinssenkungen notwendig werden, um die konjunkturelle Abschwächung abzufedern. Diese Unsicherheit spiegelt sich in verschiedenen Indikatoren wider. So sind in den USA die Inflationserwartungen der Konsumenten auf das höchste Niveau seit 32 Jahren gestiegen. Gleichzeitig haben sich die Markterwartungen hinsichtlich künftiger Zinssenkungen seit dem Amtsantritt von Trump deutlich erhöht. Derzeit wird in den USA mit bis zu drei Senkungen um jeweils 25 Basispunkte im laufenden Jahr gerechnet, diese Erwartungen werden durch schwache Wirtschaftsdaten getrieben. Zwar führt eine schwächere Wirtschaftsleistung typischerweise zu niedrigerer Inflation, doch bleibt abzuwarten, ob die konjunkturelle Abschwächung den inflationssteigernden Effekt der Zölle vollständig kompensiert. Im schlechtesten Fall könnten die aktuellen Bedingungen zu einer Stagflation führen, bei der eine schwache Wirtschaftsentwicklung mit anhaltend hoher Inflation einher geht.

Abb. 5: Inflation
(Prozent)

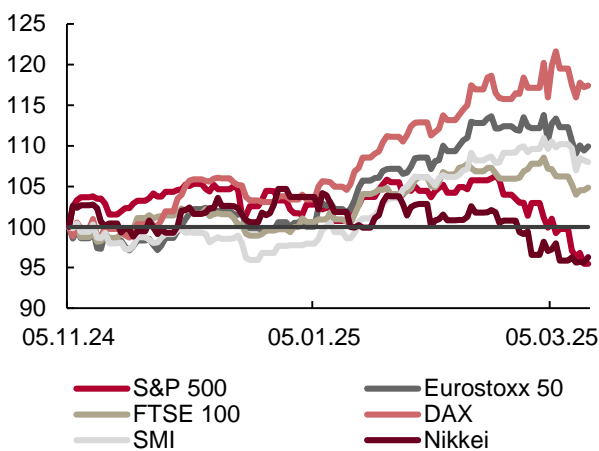


Quelle: Bloomberg.

Die Inflation in den USA und im Euroraum stagnierte zuletzt über dem Ziel der jeweiligen Notenbanken. Die Kerninflation, die schwankungsfähige Preiskomponenten wie Energie- und Lebensmittelpreise ausklammert, blieb in den letzten drei Monaten weitgehend stabil: In den USA lag sie zuletzt bei 3,3 %, im Euroraum bei 2,6 % und in der Schweiz bei 0,9 %. Die Gesamtinflation fiel im Februar in den USA (3,0 %), im Euroraum (2,4 %) und in der Schweiz (0,3 %) niedriger aus

als die Kerninflation (Abb. 5). Damit ist die Annäherung an das Zwei-Prozent-Ziel in den USA und im Euroraum, die noch im vergangenen Jahr beobachtet werden konnte, vorerst gestoppt. Die jüngste Entwicklung deutet stark darauf hin, dass sich der Inflationsrückgang vorerst nicht weiter fortsetzt.

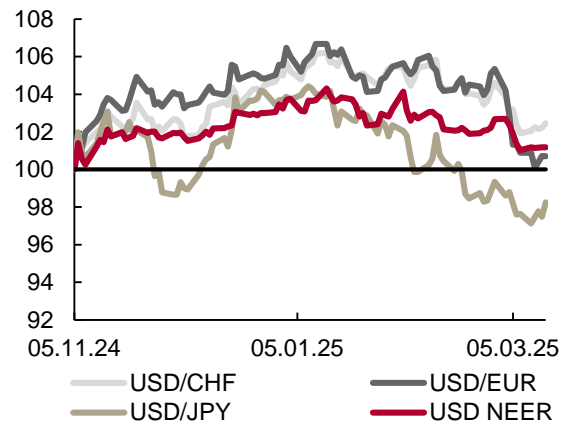
Abb. 6: Aktienmärkte seit den US-Wahlen
(Index, 05.11.2024 = 100)



Quelle: Bloomberg.

Die europäischen Aktienmärkte haben seit den US-Wahlen deutlich zugelegt, während die US-Märkte spürbare Verluste verzeichneten. Abbildung 6 zeigt, dass sich unmittelbar nach der Wahl die Indizes noch weitgehend synchron bewegten, wobei der S&P 500 aufgrund der erhofften Deregulierung und Steuersenkungen zunächst am stärksten zulegte. Seit dem Amtsantritt von Präsident Trump haben sich die Indizes jedoch klar auseinanderentwickelt. Der US-Aktienmarkt gerät unter Druck, da sich die konjunkturellen Aussichten eintrüben und die hohen Bewertungen mit einer höheren Anfälligkeit für Korrekturen verbunden sind. In Europa hingegen, insbesondere in Deutschland, stiegen die Märkte seit Jahresbeginn deutlich, getragen von den angekündigten staatlichen Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur. Der Deutsche Aktienindex (DAX) profitiert dabei besonders von der erwarteten fiskalischen Expansion, die das Wachstum stützen könnte. Der von exportorientierten Unternehmen dominierte Nikkei schwächte sich deutlich ab.

Abb. 7: Wechselkurse seit den US-Wahlen
(Index, 05.11.2024 = 100)



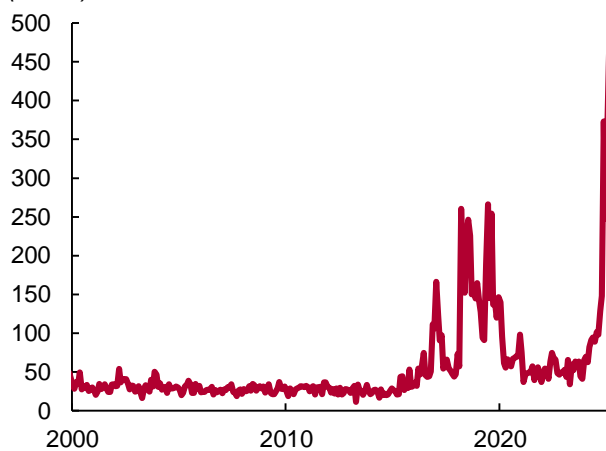
Quelle: Bloomberg.

Der US-Dollar schwächt sich trotz steigender globaler Unsicherheiten ab. Trotz der anhaltenden Unsicherheit über die weltwirtschaftliche und wirtschaftspolitische Entwicklung zeigte der US-Dollar zuletzt keine Aufwertung (Abbildung 7). In der Vergangenheit fungierte der Dollar in Phasen erhöhter Unsicherheit als „Safe Haven“-Währung, was regelmässig zu einer Kapitalflucht in den US-Dollar und einer entsprechenden Aufwertung führte. Dieses Muster lässt sich derzeit jedoch nicht beobachten. Nach einer initialen Aufwertung unmittelbar nach den US-Wahlen hat der Dollar zuletzt deutlich an Wert verloren, insbesondere gegenüber dem Euro. Ein wesentlicher Treiber dieser Entwicklung sind die eingetrübten wirtschaftlichen Aussichten in den USA, die die Erwartungen an eine Lockerung der Geldpolitik verstärken. Diese Einschätzung spiegelt sich auch in den fallenden Renditen von US-Staatsanleihen wider. Laut einer aktuellen Investorenumfrage der Bank of America sind die fallenden Renditen bei US-Staatsanleihen nicht primär auf eine Umschichtung von Aktien in Staatsanleihen zurückzuführen, sondern vielmehr auf wachsende Befürchtungen einer schwächeren Konjunktur. Nichtsdestotrotz ist die ausbleibende Dollar-Aufwertung bemerkenswert, da sie darauf hindeutet, dass der Dollar aktuell nicht als klassischer sicherer Hafen wahrgenommen wird. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass Marktteilnehmer der US-Wirtschaftspolitik vermehrt skeptisch gegenüberstehen.

3. Risiken

Die wirtschaftspolitische Unsicherheit und der zunehmende Protektionismus belasten die Realwirtschaft. Die Unsicherheit über die zukünftige Ausgestaltung der internationalen Handels- und Wirtschaftspolitik stellt ein wesentliches Risiko für die globale Realwirtschaft dar. Wie aus der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur bekannt ist, führen bereits Unsicherheiten über wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen zu signifikanten realwirtschaftlichen Kosten – etwa durch einen Rückgang der Investitionen. Abbildung 8 zeigt den „Trade Policy Uncertainty“-Index, der sich aktuell auf einem historisch hohen Niveau befindet. Auch andere Indikatoren zur Messung der allgemeinen wirtschaftspolitischen Unsicherheit liegen derzeit deutlich über ihrem langjährigen Mittelwert.

Abb. 8: Trade Policy Uncertainty Index (Index)



Quelle: Caldara, D., et al. (2020).

In welchem Ausmass die Weltwirtschaft in den kommenden Quartalen an Dynamik verliert, hängt auch massgeblich von der konkreten Umsetzung der angekündigten Zollmassnahmen ab. Insbesondere im Zusammenhang mit den geplanten reziproken Zöllen („reciprocal tariffs“) bestehen derzeit erhebliche Unklarheiten hinsichtlich Reichweite, Zeitplan und möglicher Ausnahmeregelungen. Auch die Reaktion der betroffenen Handelspartner, etwa in Form von Gegenzöllen, ist noch offen. Die Risiken für die weltwirtschaftliche Entwicklung sind angesichts dieser Gemengelage als insgesamt erhöht einzustufen.

Ein Abbau dieser Unsicherheit wäre kurzfristig einer der wichtigsten Impulse zur Stabilisierung des wirtschaftlichen Umfelds. Darüber hinaus wirken sich auch die tatsächlich umgesetzten wirtschaftspolitischen Massnahmen, insbesondere protektionistische Eingriffe wie Zollerhöhungen, jetzt schon negativ auf das globale Wachstum aus. Dies zeigen etwa die revidierten Wachstumserwartungen für Kanada und Mexiko, die besonders stark von den angekündigten US-Zöllen betroffen sind.

Die globalen Finanzmärkte bleiben auch aufgrund der hohen Unsicherheit weiterhin anfällig für Korrekturen. Trotz der zuletzt deutlichen Rückgänge am US-Aktienmarkt befinden sich die Bewertungen – gemessen an klassischen Bewertungskennzahlen – weiterhin auf einem hohen Niveau. Sollte sich der Inflationsdruck aufgrund der Handelspolitik weiter erhöhen oder sich die konjunkturelle Lage in den USA robuster zeigen als erwartet, könnte die US-Notenbank (Fed) gezwungen sein, auf einen restriktiveren geldpolitischen Kurs einzuschwenken. Dies stünde im Widerspruch zu den derzeitigen Markterwartungen, die für das laufende Jahr von bis zu drei Zinssenkungen um jeweils 25 Basispunkte ausgehen. Eine entsprechende Anpassung der Markterwartungen könnte zu stärkeren Kurskorrekturen führen. Die Kombination aus geopolitischen Spannungen, wirtschaftspolitische Unsicherheit und protektionistischen Tendenzen erhöht das Risiko für die globale Finanzstabilität. Trotz des herausfordernden makrofinanziellen Umfelds zeigt sich der liechtensteinische Finanzplatz weiterhin robust. Insbesondere das vermögensverwaltungsbasierte Geschäftsmodell der liechtensteinischen Banken erweist sich in der aktuellen Phase als vergleichsweise widerstandsfähig und weniger anfällig als das klassische Retail-Banking. Nichtsdestotrotz ist eine fortlaufende Beobachtung und Analyse der internationalen Entwicklungen erforderlich, um Risiken frühzeitig zu identifizieren und – sofern notwendig – geeignete Massnahmen zur Risikominimierung zu ergreifen.

27. März 2025

Der Volkswirtschaftsmonitor Q2/2025 wird im Juni 2025 publiziert.