



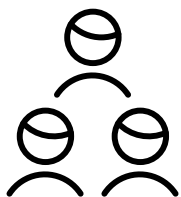
Wirtschaftsmonitor Q1 2026

Kaum Alternativen zu Schuldentrend
und Frankenstärke



Herausgeber: Raiffeisen Schweiz Genossenschaft

Raiffeisen Economic Research
Fredy Hasenmaile
Chefökonom
The Circle 66
8058 Zürich-Flughafen



Autoren

Domagoj Arapovic
Jonas Deplazes

Mitwirkung

Fredy Hasenmaile

economic-research@raiffeisen.ch



Redaktionsschluss

27.02.2026

Weitere Raiffeisen-Publikationen

Hier können Sie die vorliegende und auch weitere Publikationen von Raiffeisen abonnieren.

[Direkt-Link zur Website](#)



Editorial und Management Summary

Editorial

4

Management Summary

5



Gefangen im Schuldenpfad

6



Schweizer Exporte trotzen der Frankenstärke

13



Fazit

18

Liebe Leserinnen und Leser

Anleger wie auch Unternehmer sind gut beraten, die unübersehbaren Zeichen an der Wand zu erkennen und den verhängnisvollen globalen Verschuldungstrend richtig zu deuten. Gewichtige Ereignisse des vergangenen Jahres – etwa der US-Zollhammer oder die direkten Angriffe auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank (Fed) – stehen in direktem Zusammenhang damit. Die Staatsschulden vieler westlicher Industriestaaten haben Niveaus erreicht, die mit «normalen» Massnahmen nicht mehr in den Griff zu kriegen sind. Warnungen, wonach dieser Pfad nicht nachhaltig ist, verhallen weitgehend ungehört. Und Versuche, diesen Trend zu brechen scheitern – nicht zuletzt an der fehlenden gesellschaftlichen Einigkeit über Sparmassnahmen. Wachsende geopolitische Spannungen erfordern zudem höhere Verteidigungsausgaben und treiben damit die strukturell bedingte Verschuldungsdynamik zusätzlich an. Entsprechend hat die Suche nach anderen, «kreativen» Lösungen längst begonnen.

Die US-Zölle sind nichts anderes als der Versuch der Trump-Administration, das Ausland für die Schulden der USA zahlen zu lassen, beziehungsweise die unvermeidbare Belastung der inländischen Konsumenten möglichst zu verschleiern. Denn Zölle sind nichts anderes als eine Steuer, die vor allem die Konsumenten der mit Zöllen belegten Güter treffen. Auch die Angriffe auf die Unabhängigkeit der Fed sind vor diesem Hintergrund zu sehen. Im Wissen um die Unmöglichkeit, den Verschuldungstrend mit herkömmlichen Mitteln einzudämmen, ohne an der Wahlurne abgestraft zu werden, geht die Trump-Administration in bislang beispielloser Weise gegen die Notenbank vor. Die Zeichen stehen auf finanzielle Repression. Darunter versteht man Massnahmen, die den Staatshaushalt auf Kosten der Sparer entlasten. Sie funktionieren zumeist über eine künstliche Begrenzung der Nominalzinsen. Die umfangreichen Anleihenkäufe der Zentralbanken in den 2010er-Jahren dienten unter anderem diesem Zweck – auch in Europa.

In diesem «dirty game» geht es letztlich darum, wer das weniger schmutzige Hemd trägt. Eines strahlt dabei besonders weiss: dasjenige der Schweiz. Dank der Schuldenbremse kennt die Schweiz keine Probleme mit der Verschuldung. Doch damit ist sie nicht aus dem Schneider. Zum einen droht die Schweiz in einer Welt schwindender regelbasierter Ordnung selbst von befreundeten Staaten zur Zielscheibe zu werden, für die der Musterschüler eine Provokation darstellt. Noch problematischer sind jedoch die Anleger, die der finanziellen Repression zu entfliehen versuchen und die «gold-ähnlichen» Qualitäten des Schweizer Frankens entdecken. Einzelne Analysten prophezeien der Schweizer Währung weitere kräftige Aufwertungsschübe. Die Wahrscheinlichkeit, dass sich dies bewahrheitet, ist ungemütlich hoch. Schweizer Unternehmen sind daher gut beraten, Wechselkursrisiken nicht zu unterschätzen und diese zumindest in der kurzen Frist aktiv zu managen. Das verschafft ihnen die nötige Planungssicherheit, um sich langfristig immer wieder neu auf preisunempfindliche, hoch differenzierte Güter zu spezialisieren – und sich so maximal unabhängig vom Wechselkurs zu machen.

Ich wünsche Ihnen eine anregende Lektüre unseres Wirtschaftsmonitors über den Verschuldungstrend.

Fredy Hasenmaile

Chefökonom Raiffeisen Schweiz

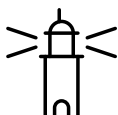
Gefangen im Schuldenpfad



Struktureller Anstieg: Die globale Staatsverschuldung steigt seit den 1970er-Jahren kontinuierlich an. Haupttreiber sind heute strukturelle Entwicklungen wie die demografische Alterung und stark wachsende Sozialausgaben. Daneben treiben wachsende geopolitische Spannungen die Verteidigungsausgaben.

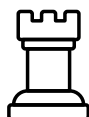


Begrenzte Handlungsspielräume: Da viele Länder bereits hohe Steuerquoten aufweisen, ist das Potenzial für zusätzliche Staatseinnahmen gering. Eine breit angelegte fiskalische Konsolidierung erscheint daher wenig realistisch.



Schweiz als sicherer Hafen: In diesem Umfeld wird finanzielle Repression, etwa durch regulatorische Eingriffe und tiefe Realzinsen, in vielen Staaten zu einem ultimativen Stabilisierungsinstrument. Dies verstärkt langfristig aber den Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken als sicherer Hafen und Kaufkraftanker.

Schweizer Exporte trotzen der Frankenstärke



Anpassungsfähige Strukturen: Die Schweizer Exportwirtschaft blieb bisher trotz starker Währung bemerkenswert robust. Dies ist das Ergebnis eines langfristigen Strukturwandels hin zu wissensintensiven, hochwertigen und schwer substituierbaren Gütern.



Heterogene Betroffenheit: Während preissensitive Branchen wie Glas oder Maschinenbau deutlich unter der Frankenstärke leiden, zeigen sich andere Sektoren wie Chemie/Pharma, Präzision und Nahrungsmittel weitgehend resistent. Die zunehmende Konzentration auf wenige starke Branchen erhöht jedoch die Verwundbarkeit gegenüber branchenspezifischen Schocks.

Fazit



Wettbewerbsvorteil durch Spezialisierung: Die Schweiz profitiert von einer langen Tradition in Forschung und Innovation. Führende Hochschulen, Spezialinstitute sowie spezialisierte High-Tech-Cluster tragen maßgeblich zur internationalen Wettbewerbsfähigkeit bei.



Strategische Implikationen: Die anhaltende Frankenstärke und die globalen Unsicherheiten erhöhen den Anpassungsdruck auf Schweizer Exportunternehmen. Entscheidend sind eine vertiefte Spezialisierung, der Erhalt der Innovationskraft sowie ein professionelles Management von Wechselkursrisiken. Unternehmen, die diese strategischen Weichen nicht stellen, laufen Gefahr, vom Strukturwandel überrollt zu werden.

Gefangen im Schuldenpfad

Die Tragfähigkeit der ungebremsst steigenden, globalen Staatsverschuldung wird angesichts der wachsenden Zinslast zunehmend infrage gestellt. Harte Einsparungen, insbesondere bei den Sozialausgaben, scheinen derzeit nicht mehrheitsfähig. Als realistischer Ausweg bleibt praktisch nur die finanzielle Repression, also die gezielte Senkung der Realzinsen, z.B. durch Staatsanleihenkäufe der Zentralbanken. In diesem Basisszenario gewinnt der Schweizer Franken als Kaufkraftanker international weiter an Stärke und bringen die Nationalbank in eine schwierige Situation.

50 Jahre globale Verschuldungsdynamik

Die globale Staatsverschuldung folgt seit Mitte der 1970er-Jahre einem Aufwärtstrend. Zeitlich fällt dieser Trend mit dem Zerfall des Bretton-Woods-Systems zusammen, dessen Kern die Goldkonvertibilität des US-Dollars und fixierte Wechselkurse gegenüber anderen Währungen waren. Der Wegfall dieses Ankers und der Übergang zu einem Fiatgeld-System mit flexiblen Wechselkursen erleichterte es den Staaten, über längere Zeiträume Haushaltsdefizite aufrechtzuerhalten. Mit der Öffnung und Vertiefung der internationalen Kapitalmärkte wurde die Schuldenfinanzierung zudem einfacher als zuvor.

In den folgenden Jahrzehnten verlief der Anstieg der Staatsverschuldung nicht linear, sondern war durch mehrere krisenbedingte Sprünge nach oben geprägt. Ein früher markanter Schub erfolgte in den 1990er-Jahren, insbesondere in Japan, wo das Platzen der Vermögenspreisblase eine langanhaltende Bankenkrise auslöste. Später gingen auch die globale Finanzkrise und die Corona-Pandemie mit umfangreichen fiskalischen Stabilisierungsmassnahmen einher, die einen abrupten Anstieg der Verschuldung auslösten. Nach diesen Krisen kehrte die Schuldenquote jedoch in der

Regel nicht mehr auf ihr früheres Niveau zurück. In den Industrieländern stiegen die Staatsschulden infolge der globalen Finanzkrise z.B. auf über 100% des BIP. Obwohl anschliessend lange ein sehr niedriges Zinsniveau herrschte, gelang es nicht, die Schuldenquote wieder unter diesen Wert zu drücken. Ausserhalb der grossen Krisen treiben die anhaltenden strukturellen Haushaltsdefizite die Verschuldung nach oben. Zentrale Treiber des chronischen Ausgabenüberschusses sind die wachsenden Sozialausgaben, die infolge der demografischen Alterung immer schwerer zu finanzieren sind. Die Industrieländer verzeichneten letztmals vor 20 Jahren einen Primärüberschuss, also ein positives Haushaltssaldo vor Zinszahlungen. Seit Ende des Rohstoffbooms der 2000er-Jahre verzeichnen auch die Entwicklungsländer praktisch nur noch rote Zahlen.

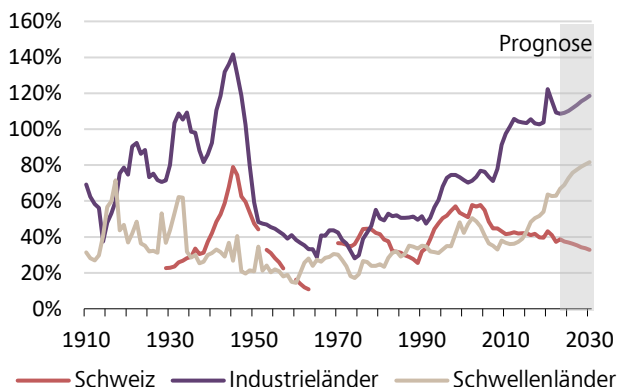
Der Schuldentrend setzt sich fort

Solange das BIP-Wachstum die effektive Zinslast ausreichend übersteigt, ist ein Rückgang der Schuldenquote auch ohne Primärüberschuss möglich. In vielen Ländern liegt das Wirtschaftswachstum aktuell über den Zinskosten. Für eine nachhaltige Trendwende bei der Schuldenquote bleiben die Primärdefizite aber weiterhin zu hoch.



Globaler Schuldenanstieg

Bruttoverschuldung des öffentlichen Sektors, in % des BIP

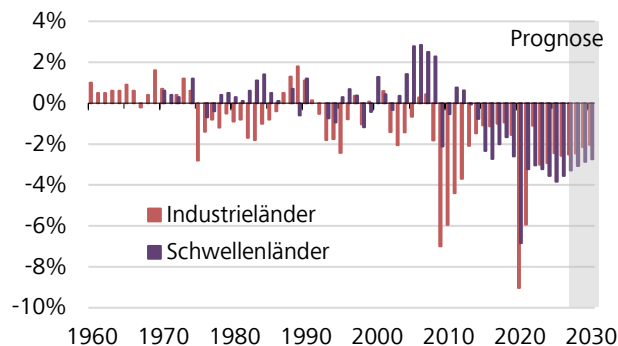


Quelle: IWF, Raiffeisen Economic Research



Haushaltsdisziplin war einmal

Primärsaldo (Haushaltssaldo ohne Zinsen), in % des BIP



Quelle: IWF, Raiffeisen Economic Research

Gefangen im Schuldenpfad

Diese sollen laut dem Internationalen Währungsfonds (IWF) in den nächsten Jahren zwar sinken. In den meisten Ländern dürfte das Primärsaldo aber deutlich im negativen Bereich bleiben und die Schuldenquoten weiter steigen lassen. Die globale Staatsverschuldung, die derzeit bei rund 95% des Welt-BIP liegt, dürfte laut Prognosen des IWF bis zum Ende des Jahrzehnts auf über 100% steigen. Zugleich warnt der Fonds vor deutlichen Aufwärtsrisiken, da sich frühere Schuldenprognosen regelmässig als zu optimistisch erwiesen haben. Auch diesmal könnten die öffentlichen Finanzen stärker als erwartet unter Druck geraten. Der IWF verweist dabei insbesondere auf die hohen Kosten der Energiewende, den gestiegenen Mittelbedarf der Verteidigungspolitik sowie auf das Risiko weiter anziehender Kapitalmarktzinsen.

Neue Rekorde – strukturell andere Ursachen

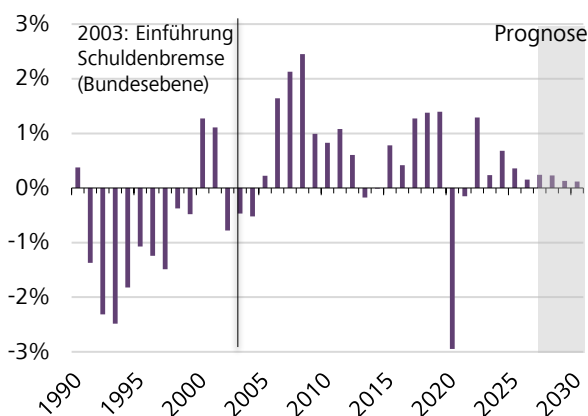
Die hohe Staatsverschuldung ist kein neues Phänomen. Die US-Schuldenquote erreichte nach dem Zweiten Weltkrieg einen ähnlich hohen Wert wie heute. Und im Vereinigten Königreich überschritt der Schuldenstand in den vergangenen zwei Jahrhunderten gleich zweimal die Marke von 250%. Das sind Werte, die selbst über der heutigen Staatschuldenquote von Japan liegen.

Die aktuellen Schuldenberge unterscheiden sich jedoch grundlegend von früheren Hochverschuldungsphasen. Sie sind nicht das Resultat grosser Kriege, sondern Folge langfristig angelegter Ausgabenprogramme. Zu den wichtigsten strukturellen Treibern zählen der Ausbau des Sozialstaats, die demografische Alterung sowie kontinuierlich steigende Gesundheitsausgaben.



Stabile Schweizer Staatsfinanzen

Primärsaldo in % des BIP, inkl. Kantone und Gemeinden



Quelle: IWF, Raiffeisen Economic Research

Neu kommen markant höhere Verteidigungsausgaben aufgrund wachsender geopolitischer Konflikte hinzu. Das Potenzial für zusätzliche Staatseinnahmen ist zudem inzwischen deutlich geringer. In den meisten Industrieländern liegt die Steuerquote bereits auf einem sehr hohen Niveau, sodass weitere Erhöhungen nur schwer durchsetzbar sind, insbesondere in vielen Ländern Europas. Unter diesen Rahmenbedingungen erscheint ein konsequenter Schuldenabbau wenig wahrscheinlich. Die eigentliche Herausforderung besteht realistischerweise vielmehr darin, die Schuldenquoten zu stabilisieren und einen erneuten deutlichen Anstieg zu verhindern.

Sonderfall Schweiz

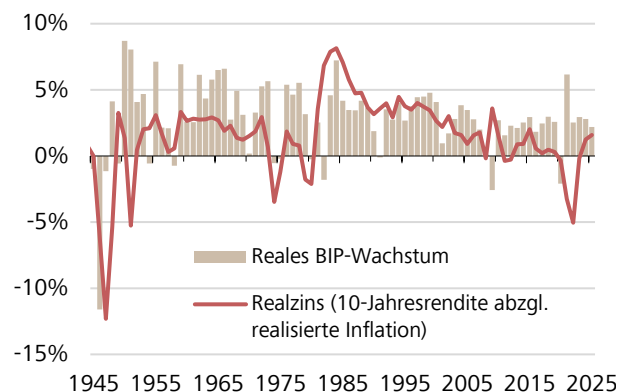
In der Schweiz verläuft der Schuldentrend bekanntlich deutlich weniger ausgeprägt. Bis zur Jahrtausendwende entwickelten sich die Budgetdefizite und Staatsschulden in eine ähnliche Richtung wie im Ausland. Seither ging die Schuldenquote jedoch kontinuierlich zurück. Grund dafür ist die Schuldenbremse, die 2003 auf nationaler Ebene eingeführt wurde und den Bund über den Konjunkturzyklus hinweg zu einem ausgeglichenen Budget zwingt. Parallel dazu wurden in den 2000er Jahren auch die fiskalischen Regeln in den Kantonen und Gemeinden verschärft.

Die Schweiz und ihre Währung gelten aufgrund der politischen und wirtschaftlichen Stabilität schon seit dem ersten Weltkrieg als sicherer Hafen für Anleger. Mit der Abkoppelung vom internationalen Schuldentrend hat sich die Rolle des Schweizer Frankens als Kaufkraftanker und sicherer Hafen weiter gefestigt.



US-Wachstum meist höher als Zinsen

Realzins auf Basis von 10-Jahresrendite



Quelle: Fed, Yale Universität, Raiffeisen Economic Research

Strategien zur Stabilisierung

Ausserhalb akuter Schuldenkrisen führen höhere Schulden im Ausland nicht zwingend zu einem unmittelbar stärkeren Franken. Für die langfristige Wechselkursentwicklung ist entscheidend, ob und wie die Schulden tragfähig gemacht werden. Erwarten die Devisenmärkte, dass die Stabilisierung der Schuldenquote primär über reales Wirtschaftswachstum oder harte Budgeteinsparungen erfolgen wird, nimmt der Abwertungsdruck gegenüber dem Schweizer Franken wieder ab. Gehen die Marktteilnehmer hingegen von finanzieller Repression aus, droht eine schleichende, über Jahre wirkende Frankenaufwertung. Darunter fallen Massnahmen, die den Staatshaushalt auf Kosten der Sparer entlasten. In der Vergangenheit wurden etwa die Nominalzinsen künstlich tief gehalten. In der Nachkriegszeit kamen dafür Zinsobergrenzen und Kapitalverkehrsbeschränkungen zum Einsatz. In der jüngeren Finanzgeschichte hatten die Anleihenkaufprogramme der Zentralbanken den gleichen Effekt, auch wenn sie nicht primär zur Staatsfinanzierung eingeführt wurden. Finanzielle Repression kann zudem auch implizit wirken, wenn die Zentralbank eine höhere Inflation toleriert und die Realzinsen infolgedessen sinken.

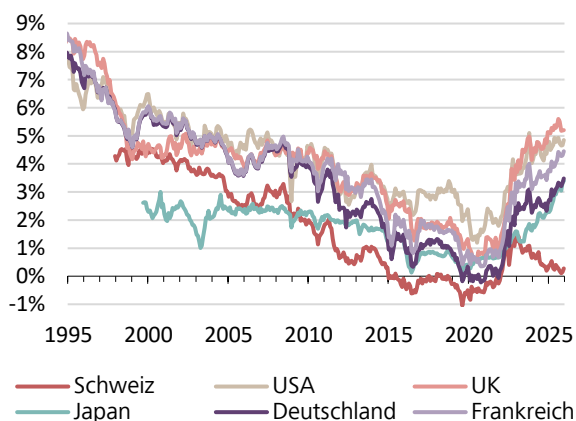
Wachstum allein reicht wohl nicht

In der Nachkriegszeit, die von starkem Bevölkerungswachstum und erheblichen Produktivitätsfortschritten geprägt war, leistete das BIP-Wachstum einen wichtigen Beitrag zum Abbau der Staatsschulden. In einem optimistischen Szenario könnten die Fortschritte im Bereich der künstlichen Intelligenz künftig eine ähnliche Entlastung bewirken. Zum jetzigen Zeitpunkt ist das aber noch unsicher und völlig offen.



Langfristige Zinsen steigen deutlich

Rendite von Staatsanleihen mit 30 Jahren Laufzeit



Quelle: LSEG, Raiffeisen Economic Research

Wirtschaftswachstum allein war in der Vergangenheit jedenfalls unzureichend. In den USA z.B. wäre die Schuldenquote nach dem zweiten Weltkrieg ohne Haushaltseinsparungen und finanzielle Repression viel weniger stark gesunken. Die Politik tut sich allerdings schon seit langem sehr schwer, bei den demografiebedingt steigenden Sozialausgaben gegenzusteuern und scheut strukturelle Sparmassnahmen. Vor diesem Hintergrund ist es wahrscheinlich, dass der finanziellen Repression erneut eine zentrale Rolle bei der Stabilisierung der Schuldenquoten zukommen wird.

Langfristzinsen widerspiegeln fiskalische Risiken

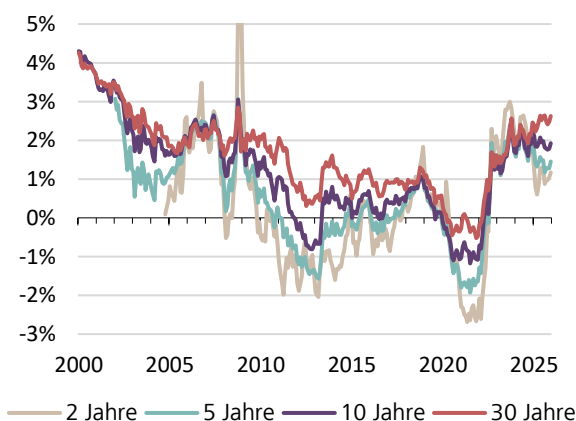
An den Finanzmärkten werden die fiskalischen Risiken zunehmend in höheren Langfristzinsen reflektiert. Die Renditen von Staatsanleihen mit 30 Jahren Laufzeiten sind in den vergangenen Jahren in vielen Ländern markant angestiegen, auch nach den Leitzinssenkungen der letzten zwei Jahre. Eine der wenigen Ausnahmen bildet die Schweiz, wo die langfristigen Kapitalmarktzinsen seit 2022 rückläufig sind.

Der Anstieg spiegelt unter anderem die hohen Haushaltsdefizite und die steigenden Emissionsvolumen von Staatsanleihen wider. Ein wichtiger Treiber der Bondrenditen ist die Laufzeitprämie («Term Premium»), die Investoren für Zins-, Inflations- und Unsicherheitsrisiken entschädigt. Während der umfangreichen Anleihenkaufprogramme der Zentralbanken war diese stark gesunken, zieht im Zuge der Bilanzreduktion der Währungshüter jedoch wieder an. Neben den direkten Fiskalrisiken kommt eine hohe Unsicherheit über das künftige Wirtschaftswachstum und die Inflationsentwicklung hinzu. Die Investoren verlangen deshalb eine höhere Risikoentschädigung.



Kein Abwärtstrend mehr bei Realzinsen

US-Realzinsen nach Laufzeit



Quelle: LSEG, Raiffeisen Economic Research

Bisher stabile Inflationserwartungen

Die Inflationserwartungen bewegen sich jedoch weiterhin in einer engen Bandbreite. In den USA liegt die Teuerung aktuell klar über dem Inflationsziel der Notenbank (Fed), wobei wegen der Zollpolitik nach wie vor Aufwärtsrisiken bestehen. Die Inflationserwartungen für die nächsten zwei Jahre sind deshalb erhöht. Die Markterwartungen für die mittlere und längere Frist sind aber niedriger. Die vom Markt implizierte durchschnittliche Inflationsrate für den Zeitraum von fünf bis zehn Jahren schwankt seit längerem um 2.5%, was genau dem langfristigen Mittelwert entspricht.

Eine inflationsbasierte Entschuldungsstrategie wird damit von den Märkten derzeit nicht als Basisszenario eingepreist. Sowohl die Nominal- als auch die Realzinsen sind am aktuellen Rand über alle Laufzeiten deutlich positiv und tendieren nicht nach unten. Eine systematische finanzielle Repression auf Basis von höherer Inflation oder tiefen Nominalzinsen wird am Finanzmarkt also nicht erwartet. Eine gewisse Nervosität in Bezug auf das Schuldenthema ist an den Märkten jedoch nicht von der Hand zu weisen und widerspiegelt sich im kontinuierlichen Anstieg der Goldnotierungen.

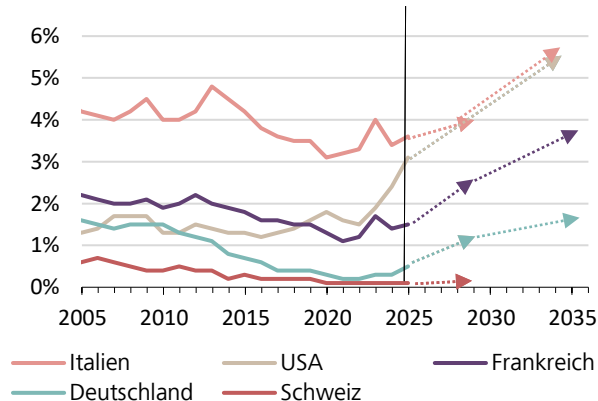
Auch Inflation reicht nur bedingt als Lösung

Die Schuldenquote lässt sich am besten über Inflation reduzieren, wenn die Teuerung unerwartet kommt. Wird die Inflation hingegen antizipiert, steigt der nominale Kapitalmarktzins in der Regel rasch an und die Realzinsen bleiben weitgehend stabil. Gerade weil derzeit keine Entschuldung via Inflation erwartet wird, könnte eine spürbar höhere Teuerung zu signifikanten realen Umverteilungseffekten führen.



US-Zinskosten auf Rekordkurs

Nettozinskosten des Zentralstaats in % des BIP



Quelle: Eurostat, CRFB, EU-KOM, Raiffeisen Economic Research

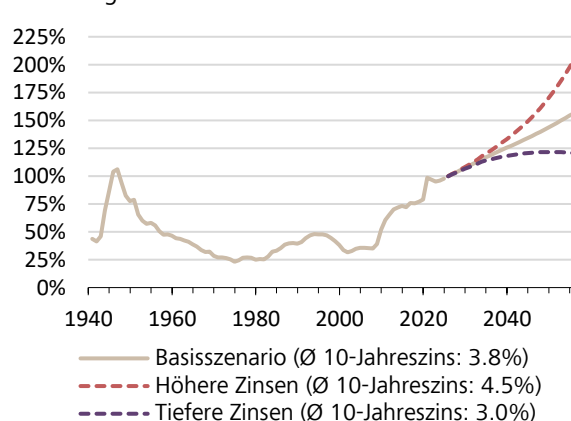
Allerdings ist es für die Zentralbanken schwieriger geworden, die Märkte über längere Zeit zu überraschen. Die Preise, Löhne und Zinsen passen sich schneller an als in früheren Jahrzehnten. Zudem setzen die Währungshüter heute auf Berechenbarkeit. Überraschungen werden von den Märkten daher rasch als Hinweis auf einen möglichen geldpolitischen Regimewechsel interpretiert. Der Markt ist nach dem Preisschub der letzten Jahre ohnehin auf Inflationsrisiken sensibilisiert und stellt die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken bereits in Frage.

Höhere Inflationsraten sind also nur bedingt geeignet, um die Schuldenquoten zu stabilisieren. Die finanzielle Repression dürfte deshalb auch durch Massnahmen erfolgen, die den Nominalzins senken, wie z.B. durch Liquiditäts- und Kapitalregeln, die dazu führen, dass mehr Staatsanleihen gehalten werden. Jüngste Regulierungsänderungen in den USA bestätigen diesen Trend: So wurde 2025 unter anderem eine Lockerung der Kapitalvorschriften für Grossbanken beschlossen, um mehr US-Staatsanleihen auf deren Bilanzen zu ermöglichen. Und in Europa müssen Banken beispielsweise für Staatsanleihen, die sie in ihren eigenen Wertpapierbeständen halten, kein Eigenkapital als Risikovorsorge halten, was eine ungerechtfertigte Bevorzugung darstellt. Wenn die Tragfähigkeit der Schulden zunehmend in Frage gestellt wird, nimmt auch die Wahrscheinlichkeit zu, dass die Zentralbanken und die Regierungen den Nominalzins direkt beeinflussen. Das kann über Anleihenkaufprogramme erfolgen oder im Extremfall z.B. auch über Kapitalverkehrskontrollen, die dafür sorgen, dass Gelder nicht ins Ausland abfließen.



Zinsen prägen Schuldenpfad mit

Öffentlich gehaltene US-Staatsschulden in % des BIP



Quelle: CBO, Raiffeisen Economic Research

Kosten der Verschuldung nehmen zu

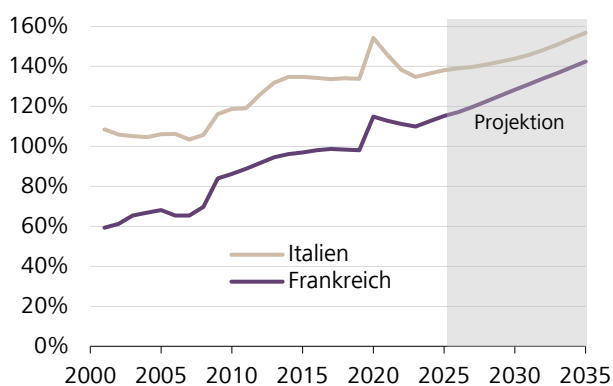
Unterdessen verschlechtert der Anstieg der langfristigen Kapitalmarktzinsen die Schuldentragfähigkeit. Die Nettozinskosten der USA z.B. haben 2025 mit knapp über 3% einen Nachkriegsrekord erreicht. Zum Vergleich: Die durchschnittliche Zinslast seit 1945 beträgt 1.8%. Und die Prognosen für die nächsten Jahren zeigen eine weitere Verschärfung. Das «Congressional Budget Office» (CBO) rechnet bis 2035 mit einem Anstieg auf über 4.0%. Die Projektion der überparteilichen Behörde zur Budgetkontrolle beruht allerdings auf optimistischen Annahmen. Sie geht z.B. für die nächsten Jahre mit leicht rückläufigen Kapitalmarktzinsen aus. Zudem basiert die Prognose auf der aktuellen Gesetzgebung und die sieht vor, dass einige neue Steuersenkungen der Trump-Regierung in wenigen Jahren wieder auslaufen. Die Erfahrung in den USA und in anderen Industrieländern zeigt jedoch, dass temporäre Ausgabenerhöhungen oder Steuersenkungen häufig dauerhaft verankert werden. Passiert dies erneut und stagnieren die Kapitalmarktzinsen, anstatt zu sinken, drohen den USA Zinskosten von mindestens 5% des BIP.

In Europa befinden sich Italien und Frankreich auf dem gleichen Pfad. Auch hier führt die hohe Schuldenlast zusammen mit dem generell gestiegenen Zinsniveau zu höheren Refinanzierungskosten. In Italien steigt die Zinslast laut Basisszenario der Europäischen Kommission in den nächsten 10 Jahren bis auf 6% des BIP, in Frankreich fast bis auf 5%. In beiden Ländern deuten



Die europäischen Sorgenkinder

Bruttoverschuldung des öffentlichen Sektors, in % des BIP



Quelle: Europäische Kommission, Raiffeisen Economic Research

die Prognosen daraufhin, dass die effektiven Schuldzinsen in den nächsten Jahren über dem nominalen Wachstum bleiben werden. Der Anstieg der Schuldenquote dürfte sich damit ohne schmerzhaftes Einschnitte im Staatshaushalt wieder beschleunigen. Die Europäische Kommission geht z.B. davon aus, dass Frankreichs Schuldenquote bis 2035 von ca. 115% auf über 140% des BIP steigen wird.

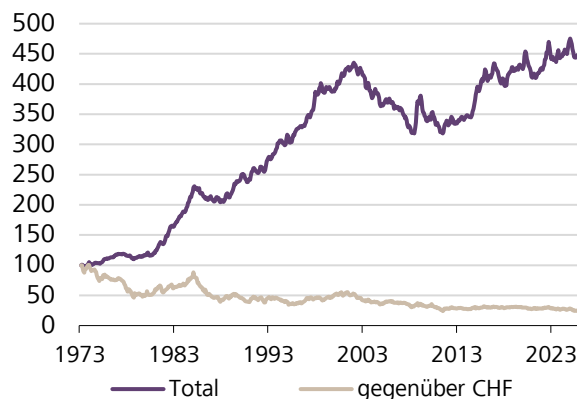
Zunehmende fiskalische Dominanz

Die Schuldenprojektionen und Basisszenarien werden wesentlich vom unterstellten BIP-Wachstum beeinflusst. Die Schuldentragfähigkeit hängt jedoch ebenfalls stark von den Kapitalmarktzinsen ab. Je schneller diese steigen, desto schwieriger wird die Stabilisierung der Schuldenquote. Die steigende Verschuldung kann dabei selbstverstärkend wirken: Höhere Schulden treiben die Zinsen nach oben, bremsen das Wirtschaftswachstum und erhöhen die Zinsausgaben, was wiederum die Schuldendynamik noch weiter verschlimmert. Je mehr die Zinsen steigen, desto grösser wird also der Anreiz, finanzielle Repression zur Begrenzung der Finanzierungskosten einzusetzen. Die Attacken der Trump-Regierung auf die US-Notenbank dürften zwar eher kurzfristigen Motiven entspringen. Doch selbst ohne expliziten politischen Druck wird die Handlungsfähigkeit der Fed zunehmend eingeschränkt: Die hohe Staatsverschuldung schafft ein Umfeld fiskalischer Dominanz, in dem die Geldpolitik Rücksicht auf die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen nehmen muss. Tut sie das nicht, steigt das Risiko einer Schulden- und Finanzkrise.



Langfristige Abwertung gegenüber CHF

Nominaler effektiver Wechselkursindex des US-Dollar



Quelle: LSEG, Raiffeisen Economic Research

Vertrauenskrise beim US-Dollar

Der US-Dollar ist nach dem Amtsantritt von Präsident Trump ins Rutschen geraten, allerdings gibt es dafür vielfältige Gründe, nicht nur die wachsenden Zweifel an der Fiskalstabilität. Hauptgrund für die Dollarabschwächung, die von der Regierung begrüßt wird, ist die erratische Wirtschafts- und Aussenpolitik.

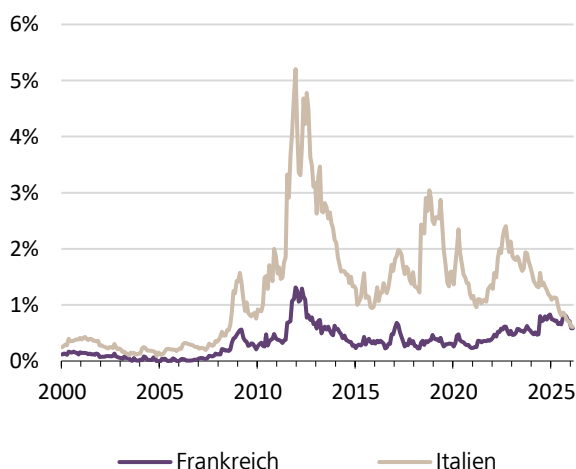
Der nominale effektive Wechselkurs des US-Dollars notierte im ersten Quartal 2026 aber weiterhin nahe am historischen Hoch. Gemeint ist damit der handelsgewichtete, nominale Aussenwert des Greenbacks gegenüber einem Korb von Währungen seiner wichtigsten Handelspartner. Gegenüber vielen anderen Währung gilt der US-Dollar nach wie vor als überbewertet, so z.B. gegenüber dem Euro, dem britischen Pfund oder dem japanischen Yen.

Einer der wenigen Ausnahmen ist der Schweizer Franken. Eine länger andauernde Abschwächung des Frankens gegenüber dem US-Dollar ist deshalb keineswegs auszuschliessen. Ohne Kurskorrektur bei der Fiskalpolitik erscheint eine noch grössere Vertrauenskrise beim US-Dollar mittelfristig jedoch wahrscheinlich. Wann der Kipppunkt eintritt oder wodurch er ausgelöst wird, lässt sich nicht vorhersagen. In unserem Basisszenario werden die USA mittels finanzieller Repression versuchen, die Schuldentragfähigkeit zu gewährleisten. Bereits dies spricht für die Fortsetzung des langfristigen Abwertungstrends des US-Dollars gegenüber dem Schweizer Franken.



Geringe Risikowahrnehmung

Renditedifferenz zu deutschen Staatsanleihen (10-J.)



Quelle: IWF, Raiffeisen Economic Research

Auch die Eurozone ist betroffen

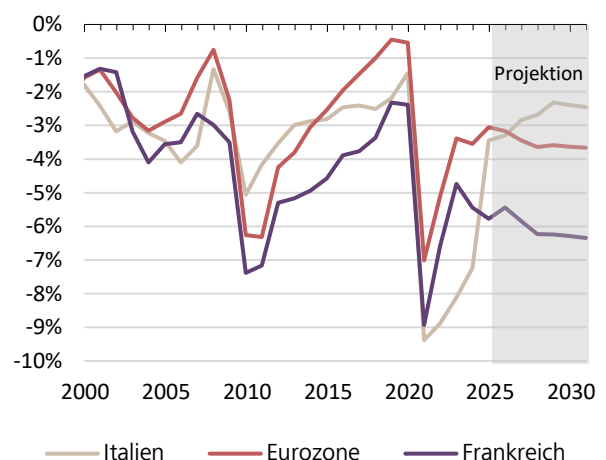
In den anderen Industrieländern und insbesondere in der Eurozone ist die Mechanik im Grundsatz ähnlich wie in den USA. Die hohe Staatsverschuldung erhöht die Anfälligkeit gegenüber steigenden Zinsen und erschwert die Stabilisierung der Schuldenquoten. Der zentrale Unterschied in der europäischen Währungsunion liegt in der institutionellen Konstruktion. Während die USA über eine einheitliche Fiskalpolitik verfügen, trifft in der Eurozone eine gemeinsame Geldpolitik auf stark divergierende Staatshaushalte. Die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen unterscheidet sich erheblich zwischen den Mitgliedsländern. Und wenn die Schuldentragfähigkeit einzelner Staaten in Frage gestellt wird, nimmt das Fragmentierungsrisiko zu. Die Märkte testen das schwächste Glied in der Kette und die Risikoaufschläge weiten sich aus. Die Finanz- und Kapitalmärkte können damit schneller unter Druck geraten als in den USA, die nach wie vor vom Weltreservestatus profitieren. Nach der Eurokrise wurden deshalb neue Instrumente geschaffen, um das Risiko eines Auseinanderbrechens der Währungsunion zu reduzieren. Dazu zählen insbesondere gezielte Anleihenkaufprogramme der Europäischen Zentralbank sowie der europäische Rettungsfonds. Diese können im Krisenfall reaktiviert werden.

Aktuell ist das Risiko einer sich verschärfenden Fragmentierung in den Hintergrund gerückt. Die Risikoaufschläge italienischer Staatsanleihen sind in den letzten



Anhaltend rote Zahlen in der Eurozone

Haushaltssaldo in % des BIP



Quelle: LSEG, Raiffeisen Economic Research

Jahren gesunken und lagen zu Beginn von 2026 sogar unter jenen der französischen Staatspapiere. Die EZB ist in ihrem geldpolitischen Handlungsspielraum deshalb gegenwärtig nicht eingeschränkt. Italien weist wieder einen Primärüberschuss auf und das jährliche Defizit beim gesamten Haushaltssaldo könnte bald unter 3% des BIP sinken. Auch das risikofreudige Umfeld an den globalen Finanzmärkten hat zum Rückgang der Zinsaufschläge italienischer Staatsanleihen beigetragen.

Die Zinslast des Landes ist jedoch so hoch, dass die Schuldenquote weiter steigt. Nach Einschätzung der Europäischen Kommission dürfte sie bis 2035 auf über 150% des BIP klettern. Das Beispiel verdeutlicht den selbstverstärkenden Mechanismus einer hohen Schuldenquote. Wenn die Zinslast hoch ist und weiter steigt, können selbst Primärüberschüsse die Schuldentragfähigkeit nicht unbedingt gewährleisten.

In Frankreich wiederum ist die Schuldenquote zwar tiefer als in Italien, dafür unternimmt die Regierung aber deutlich weniger Anstrengungen, um das Haushaltsdefizit zu drücken. Das Primärsaldo ist negativ und dürfte sich in den nächsten Jahren nur leicht verbessern. Es ist damit wahrscheinlich, dass die Schuldentragfähigkeit der beiden Sorgenländer wieder vermehrt in den Fokus der Märkte rückt. Nimmt die Nervosität am Anleihemarkt in diesem Zusammenhang zu, dürfte der Schweizer Franken aufgrund seiner Safe-Haven-Funktion erneut aufwerten. Die deutlich unterschiedliche fiskalische Ausgangslage spricht jedoch auch ausserhalb akuter Krisen für Aufwärtsrisiken beim Franken. Die EZB unterliegt zwar stärkeren rechtlichen und politischen Einschränkungen als die Fed, was eine allzu offensichtliche finanzielle Repression erschwert. Gleichwohl begrenzen die hohe Staatsverschuldung, die steigende Zinslast und das latente Fragmentierungsrisiko indirekt auch den geldpolitischen Spielraum in der Eurozone.

Struktureller Aufwertungsdruck auf Franken

Makroökonomische Faktoren wie beispielsweise der anhaltende Leistungsbilanzüberschuss oder das grosse Nettoauslandsvermögen sprechen ohnehin für eine strukturelle Aufwertung des Frankens. Zunehmend gewinnt jedoch auch die Schuldenentwicklung im Ausland als zusätzlicher Einflussfaktor an Bedeutung und spricht für weitere Aufwärtsrisiken beim Franken. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Fed und die EZB vermehrt eingreifen müssen, um den Schuldenpfad zu stabilisieren.

Wie kann die Schweizerische Nationalbank (SNB) oder die Politik darauf reagieren? Bisher standen Negativzinsen und Devisenmarktinterventionen im Vordergrund. Beide Instrumente sind jedoch mit erheblichen Nebenwirkungen verbunden. Die SNB will sie offensichtlich nur noch zurückhaltend einsetzen. Daneben gibt es Alternativkonzepte, die aber allesamt als noch weniger wahrscheinlich erscheinen. Dazu zählen beispielsweise eine bewusste Ausweitung der Staatsschulden, weitgehende Eingriffe in den Kapitalverkehr, eine gezielte Inflationspolitik oder gar eine Aufgabe der währungspolitischen Eigenständigkeit. Eine überzeugende Lösung ist bisher nicht erkennbar und gleichzeitig fehlt in der öffentlichen Debatte eine ernsthafte Auseinandersetzung mit der Gefahr einer noch stärkeren Frankenaufwertung.

Schweizer Exporte trotzen der Frankenstärke

Wie im ersten Teil aufgezeigt, deutet wenig darauf hin, dass sich der Schweizer Franken in den nächsten Jahren abschwächt. Für exportorientierte Firmen bleibt der Druck bestehen oder nimmt sogar zu. Diese Situation ist nicht neu, und die Schweizer Exportwirtschaft hat sich bereits in der Vergangenheit als erstaunlich resilient erwiesen. Grund dafür ist der stetige Strukturwandel, der die Exportwirtschaft in Sektoren treibt, in denen die Nachfrage wichtiger ist als der Preis.

Export-Rekordjahr 2025

Trotz des Handelskonflikts mit den USA, einem insgesamt turbulenten Aussenhandelsjahr und einer spürbaren Abschwächung des US-Dollars exportierte die Schweiz 2025 Waren im Wert von 287 Milliarden Franken, so viel wie noch nie. Der Schweizer Aussenhandel zeigte damit einmal mehr eine bemerkenswerte Widerstandskraft, auch wenn die Perspektiven aufgrund geopolitischer Spannungen und der schwächelnden Weltkonjunktur weiterhin mit Unsicherheiten behaftet bleiben.

Nachfrage und Wettbewerbsfähigkeit treiben an

Die Entwicklung der Schweizer Warenexporte wird im Wesentlichen durch zwei Faktoren bestimmt: die globale Nachfrage und die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen. Während Erstere stark vom weltwirtschaftlichen Konjunkturverlauf abhängt, wird die Wettbewerbsfähigkeit kurzfristig insbesondere durch den Wechselkurs und das Preissetzungsverhalten der Firmen beeinflusst.

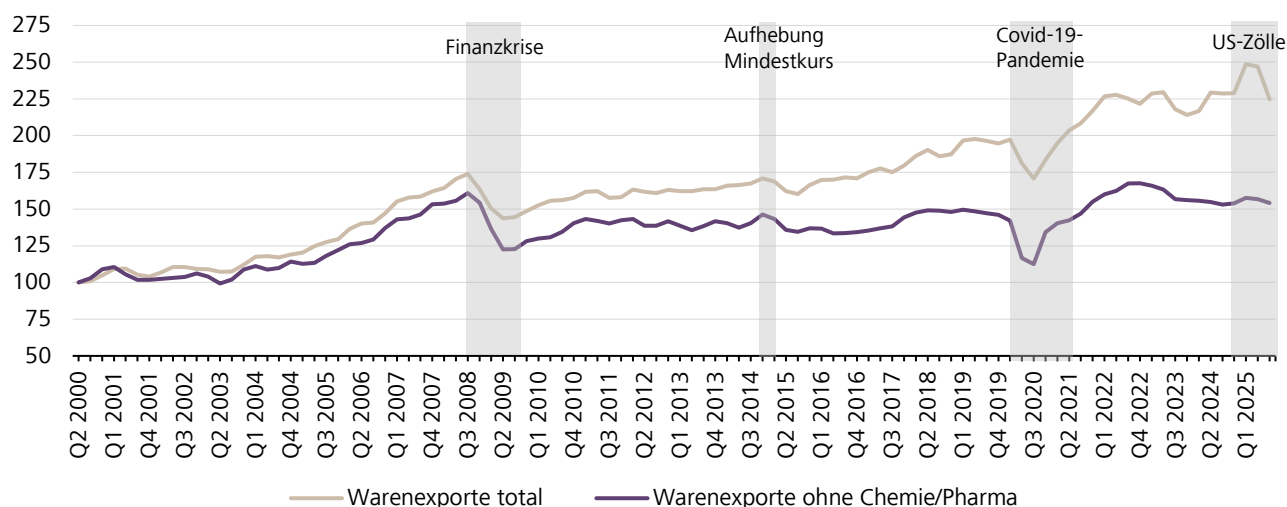
Nachfrageschwankungen und Wechselkursdruck

Die Schweizer Exportwirtschaft war in den vergangenen Jahrzehnten wiederholt erheblichen Belastungen ausgesetzt. Nach dem Nachfrageeinbruch während der Finanzkrise 2008/2009 wertete sich der Franken über Jahre hinweg auf, was die Wettbewerbsfähigkeit vieler Exportunternehmen schwächte. Die Einführung des Euro-Mindestkurses im Jahr 2011 brachte zwar vorübergehende Stabilität, doch schon bald geriet die Eurozone in eine Rezession, was die Nachfrage wieder spürbar dämpfte. Mit der Aufhebung des Mindestkurses im Januar 2015 wertete der Franken abrupt stark auf und setzte die Industrie erneut unter Druck. Die Covid-19-Pandemie wiederum führte zu einem globalen Nachfrageeinbruch, von dem sich die Märkte jedoch rasch erholten. Ab 2022 schwächte sich dann die Nachfrage insbesondere aus Deutschland merklich ab, während gleichzeitig die Energiekosten stark stiegen. Zusätzliche Unsicherheit brachte 2025 der von den USA ausgelöste Handelskonflikt.



Schweizer Exporte: chemisch-pharmazeutische Industrie treibt an

Schweizer Warenexporte ohne Gold, gleitender 2-Quartalsschnitt, indexiert (2000 = 100)

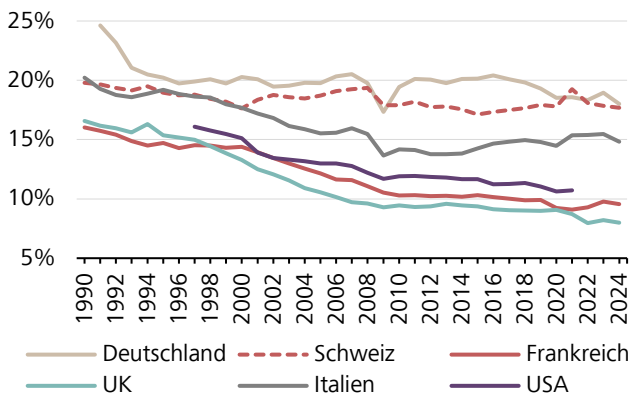


Quelle: BAZG, Raiffeisen Economic Research



Schweizer Industriebeitrag bleibt stabil

Anteil Wertschöpfung Verarbeitendes Gewerbe, in % der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung

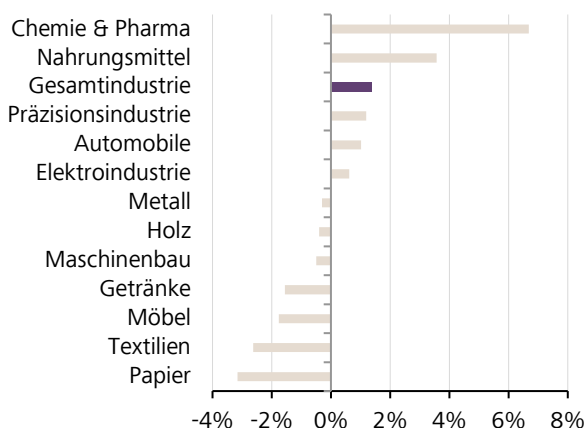


Quelle: World Bank, Raiffeisen Economic Research



Heterogenes Exportwachstum

Durchschnittliches jährliches Exportwachstum 2012-2025

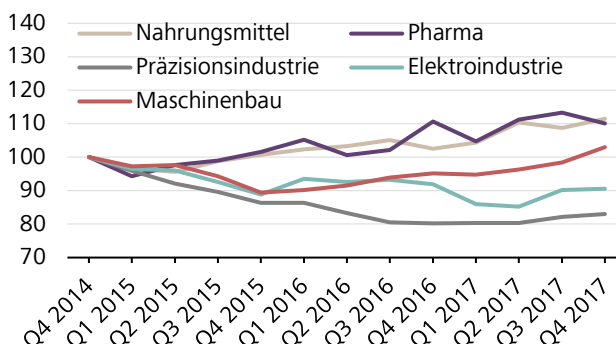


Quelle: BAZG, Raiffeisen Economic Research



Unterschiedlicher Währungsschock

Entwicklung der Exporte in ausgewählten Branchen, indiziert, real und saisonbereinigt, 2014Q4 = 100



Quelle: BAZG, Raiffeisen Economic Research

Widerstandsfähige Industrie

Theoretisch sollte der immer stärker werdende Franken und der damit verbundene Preisdruck dazu führen, dass die industrielle Produktion in grossem Stil ins Ausland abwandert. Die Zahlen zeigen jedoch ein anderes Bild. Zwar sank der Anteil des verarbeitenden Gewerbes an der Schweizer Wertschöpfung in den 1990er Jahren, doch seither hält er sich stabil bei etwas unter 20%.

Damit erweist sich die Schweizer Industrie im internationalen Vergleich als widerstandsfähig. Deutschland hat sich von einem höheren Ausgangsniveau aus der Schweizer Quote zunehmend angenähert. In Frankreich und im Vereinigten Königreich sind die Anteile hingegen auf unter 10% gefallen und liegen damit nur noch etwa halb so hoch wie in der Schweiz.

Wachstumsmotor Chemie- und Pharmabranche

Ein wesentlicher Treiber der starken Exportentwicklung ist die chemisch-pharmazeutische Industrie. Ihr Anteil am gesamten Exportwert stieg in jeder Krise weiter an und machte 2025 mit rund 53% mehr als die Hälfte der Exporte aus. Seit 2012 wuchs die Branche im Durchschnitt um etwa 7% pro Jahr, und trug damit einen grossen Teil zum gesamten Exportwachstum bei. Ohne den „Pharma-Boost“ lägen die Schweizer Exporte heute etwa so hoch wie vor der Finanzkrise 2008.

Die Chemie- und Pharmabranche ist jedoch nicht der einzige Wachstumstreiber. Auch die Nahrungsmittelindustrie, die Präzisionsindustrie sowie die Automobil- und Elektroindustrie trugen seit 2012 zur positiven Exportentwicklung bei.

Andere Branchen im Griff des Strukturwandels

Andere Exportzweige entwickelten sich deutlich schwächer. Der Maschinenbau, die Metallindustrie und die Getränkeindustrie verzeichneten über mehrere Jahre hinweg spürbare Rückgänge. In kleineren Branchen mit weniger komplexen oder stärker austauschbaren Produkten wie Textilien, Papier oder Möbeln zeigte sich der Preisdruck besonders deutlich.

Diese Entwicklung spiegelt einen strukturellen Wandel wider. Die industrielle Basis verlagert sich noch stärker hin zu wissensintensiven und technologisch anspruchsvollen Gütern, die international wettbewerbsfähiger sind. Unter Druck geraten Branchen, die über weniger Innovationskraft verfügen oder deren Produkte leichter substituiert werden können.

Exporte stärker nachfragegetrieben

Die Entwicklung der Schweizer Exporte wird im Wesentlichen von zwei zentralen Faktoren bestimmt: der Auslandsnachfrage und der Wettbewerbsfähigkeit. Eine starke ausländische Nachfrage stützt die Exporttätigkeit, während ein starker Franken den Preisdruck erhöht und die Wettbewerbsfähigkeit mindert. Um zu messen, wie empfindlich Exporte auf Veränderungen dieser beiden Grössen reagieren, verwenden Ökonomen sogenannte Elastizitäten. **Nachfrageelastizität** beschreibt, wie stark die Exporte steigen, wenn das ausländische BIP um 1% zunimmt. **Wechselkurselastizität** misst, wie stark die Exporte sinken, wenn sich der Franken um 1% aufwertet.

Eine detaillierte Analyse dieser Zusammenhänge findet sich unter anderem in der Studie von Hanslin-Grossmann, Lein und Schmidt (2016). Ihre Ergebnisse zeigen auf, dass die Schweizer Exporte langfristig deutlich stärker auf die Auslandsnachfrage reagieren als auf Wechselkursbewegungen. Die Nachfrageelastizität liegt gemäss Studie bei rund 1.5, während die langfristige Wechselkurselastizität mit etwa 0.65 deutlich tiefer ausfällt. Das bedeutet: Wächst die ausländische Wirtschaft um 1%, erhöhen sich die Schweizer Exporte langfristig um rund 1.5%. Wertet der Franken um 1% auf, gehen die Exporte langfristig um etwa 0.65% zurück. Die globale Nachfrage ist für die Exportentwicklung also wichtiger als der Wechselkurs.

Unterschiedliche Sensitivitäten nach Branchen

Die Schweizer Exportbranchen weisen in der Studie sehr unterschiedliche Elastizitäten auf. Damit lassen sich die Trends der Folgejahre erklären und damit die spätere Entwicklung bereits vorhersagen.

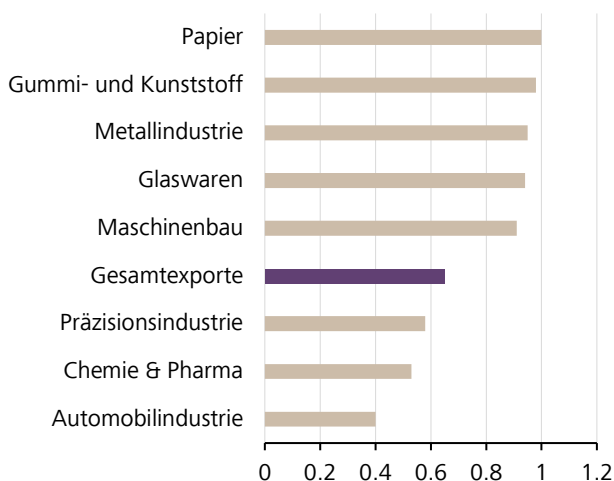
Sektoren wie Chemie und Pharma, Automobil sowie Präzisionsindustrie inklusive Uhren sind deutlich stärker nachfragegetrieben und zugleich relativ preisinelastisch. Ihre Exporte reagieren kaum auf eine Frankenaufwertung, profitieren jedoch stark vom globalen Nachfragewachstum. Entsprechend haben diese Bereiche in den letzten Jahren weiter an Bedeutung gewonnen.

Demgegenüber stehen Branchen mit hoher Wechselkursempfindlichkeit wie zum Beispiel Papier-, Kunststoff- oder Glaswarenhersteller. Sie haben über die Zeit an Gewicht verloren, was sich mit ihrer höheren Wechselkurselastizität deckt. Sie machen heute nur noch einen kleinen Teil der Schweizer Exportwirtschaft aus. Ein Sonderfall ist der Maschinenbau. Mit einem Exportanteil von 7% im Jahr 2025 gehört er noch immer zu den wichtigen Sektoren, weist jedoch als einziger grosser Bereich eine höhere Wechselkursensitivität als Nachfrageabhängigkeit auf. Das spiegelt sich auch in der Entwicklung wider: Vor 2015 lag sein Anteil noch bei über 10%, seither ist der Sektor sichtbar geschrumpft.



Unterschiedliche Währungssensitivität

Langfristige Wechselkurselastizität nach Branche

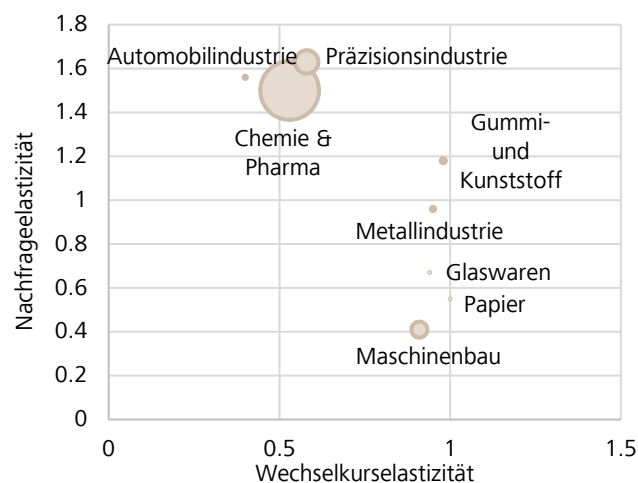


Quelle: Hanslin et al., Raiffeisen Economic Research



Nachfrage- oder preisgetrieben

Nachfrage und Wechselkurselastizität nach Branche

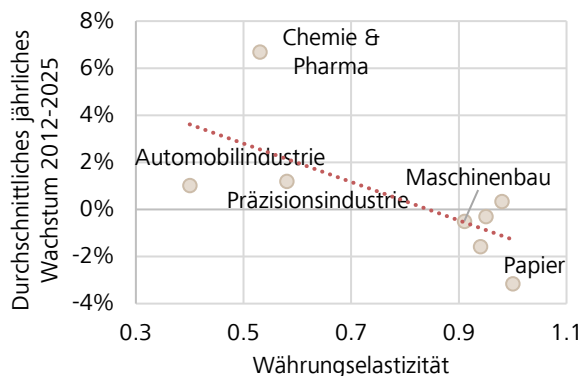


Quelle: Hanslin et al., Raiffeisen Economic Research



Wechselkurs hemmt Wachstum

Wachstum und Wechselkurselastizität nach Branche

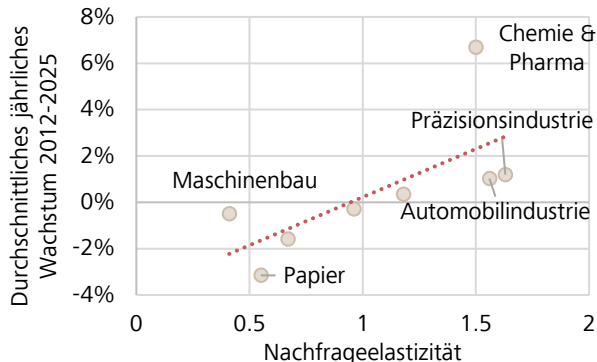


Quelle: BAZG, Hanslin et al., Raiffeisen Economic Research



Nachfrage treibt Wachstum

Wachstum und Nachfrageelastizität nach Branche

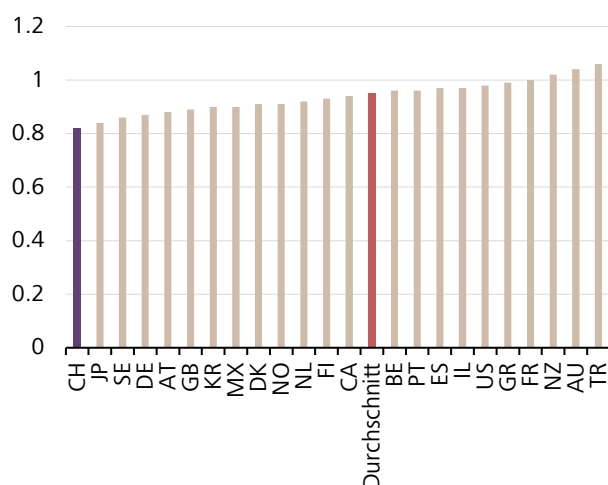


Quelle: BAZG, Hanslin et al., Raiffeisen Economic Research



CH-Exportmix limitiert Währungseinfluss

Wechselkurselastizität der Exporte, Ländervergleich



Quelle: Auer & Sauré, Raiffeisen Economic Research

Frühindikator des Strukturwandels

Die Elastizitätsstruktur der Branchen erklärt den anschliessenden Strukturwandel bemerkenswert gut: Nachfragegetriebene Güter konnten ihre Position ausbauen, während preis- bzw. wechselkurssensitive Güter relativ an Gewicht verloren. In der Studie, die Daten von 1989 bis 2014 umfasst, ist der langfristige Zusammenhang zwischen Wechselkurselastizität und Veränderung der Exportanteile zwar negativ, aber statistisch schwach. Mit aktuelleren Zahlen zeigt sich das erwartete Muster deutlicher. Der anhaltende Wechselkursdruck spiegelt sich zunehmend in der Exportstruktur wider, die sich weiter in Richtung wechselkursfester Güter verschiebt.

Nachfrage dominiert das langfristige Wachstum

Deutlich klarer und signifikant ist in der Studie der langfristige Zusammenhang zwischen Nachfrageelastizität und Veränderung der Exportanteile. Rund 75% der Unterschiede im Branchenwachstum lassen sich durch die Höhe der langfristigen Nachfrageelastizität erklären. Branchen, die stark auf das langfristige Auslandswachstum reagieren, haben ihren Anteil an den Gesamtexporten merklich erhöht – ein Muster, das auch in den aktuellen Daten sichtbar bleibt.

Exportmix macht die Schweiz wechselkursfest

Auer & Sauré (2011) zeigen, dass die robuste Schweizer Exportleistung in Phasen starker Frankenaufwertungen primär durch den Exportmix erklärt wird. Die Schweiz ist überdurchschnittlich in preisunempfindlichen, hoch differenzierten Gütern spezialisiert (u. a. Präzisionsinstrumente, Uhren, Pharma). Entsprechend reagiert das Gesamtexportvolumen deutlich schwächer auf Wechselkursänderungen als in anderen Ländern.

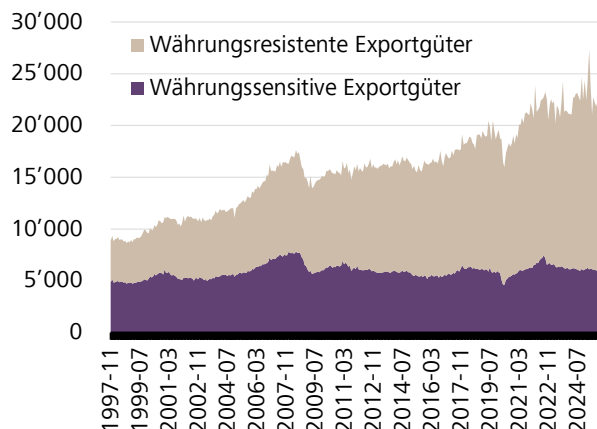
Die Autoren nutzen Daten von 1972 bis 2000 und schätzen eine Wechselkurselastizität von ca. 0.8. Hanslin-Grossmann, Lein und Schmidt (2016) berechnen mit Daten von 1989 bis 2014 eine noch niedrigere langfristige Wechselkurselastizität von ca. 0.65. Heute ist die Schweizer Spezialisierung in preisinelastischen Gütern noch ausgeprägter, was die Wechselkurselastizität tendenziell noch weiter senken dürfte.

Der starke Franken wirkt seit Jahren wie ein Fitnessprogramm für die Schweizer Wirtschaft. Er zwingt Unternehmen zu höherer Produktivität und Spezialisierung, und beschleunigt so den Strukturwandel hin zu wissensintensiven, preisinelastischen Exporten.



Währungssensitive Exporte stagnieren

Exporte nach Währungssensitivität, in Mio. CHF

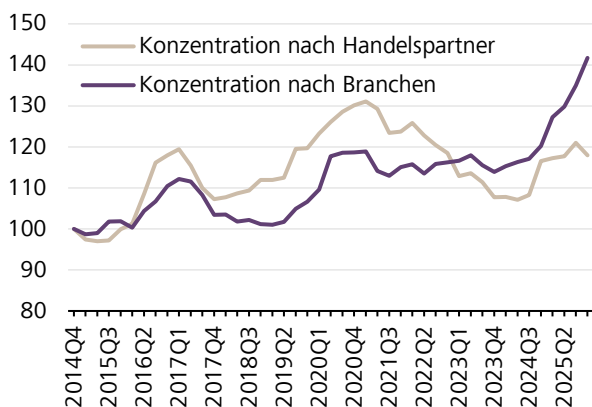


Quelle: SNB, Raiffeisen Economic Research



Konzentration nimmt zu

Herfindahl-Index der Schweizer Warenexporte

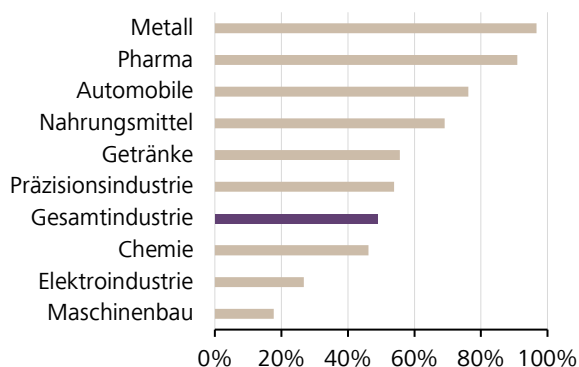


Quelle: BAZG, Raiffeisen Economic Research



Wenige Firmen dominieren

Anteil der führenden fünf Exportunternehmen am Exportvolumen nach Branche, 2023



Quelle: BAZG, Raiffeisen Economic Research

Währungssensitive Exporte stagnieren

Die Kehrseite der hohen Wechselkursstabilität einiger Leitbranchen ist, dass es währungssensitiven Segmenten deutlich schwerer fällt, zu wachsen. Sie haben seit Ende der 1990er-Jahre kaum Wachstum erzielt. Ihre Produkte sind stark preisgetrieben und leicht substituierbar, weshalb durch Frankenaufwertungen die Nachfrage zurückgeht. Das Ergebnis sind Stagnation oder Rückgänge über längere Phasen, selbst wenn die Gesamtexporte neue Höchststände erreichen. Für die betroffenen Unternehmen bedeutet dies anhaltenden Kostendruck und ein erhöhtes Risiko von Verlagerungen in günstigere Währungsräume.

Zunehmende Konzentration des Exportmix

Mit dem Strukturwandel steigt auch der Konzentrationsgrad des Exportmix, der anhand des Herfindahl-Index über Branchen und Absatzmärkte gemessen wird. Je höher der Index, desto stärker ist die Exportstruktur in wenigen Bereichen gebündelt. Ein zentraler Treiber dieser Entwicklung ist das immer höhere Gewicht der Pharmaindustrie, deren Exportanteil in den letzten Jahren stark zugenommen hat. Der Erfolg weniger, hochspezialisierter Sektoren führt zu einer sichtbaren Bündelung: Die Schweiz erzielt zwar weiterhin hohe Exportergebnisse, ist aber stärker von wenigen Branchen und Zielmärkten abhängig. Wie fragil diese Konzentration sein kann, zeigte sich 2025, als potenzielle Pharmazölle die Schweizer Politik erheblich unter Druck setzten.

Dominanz weniger Firmen

In mehreren grossen Exportzweigen ist die Leistung zudem stark auf wenige Unternehmen konzentriert. Laut dem Bundesamt für Zoll und Grenzsicherheit (BAZG) entfallen in der Metallindustrie und der Pharma auf die Top-5-Firmen über 90% der Exporte. Diese starke Bündelung spiegelt den Erfolg einiger Superstar-Firmen wider, erhöht aber die Abhängigkeit von diesen Firmen und damit das Risiko, dass Einzelereignisse sich stärker auf die Gesamtwirtschaft auswirken.

Insgesamt hat der Strukturwandel die Schweizer Exportwirtschaft widerstandsfähiger gemacht, zugleich aber die Abhängigkeit von wenigen Branchen und Unternehmen erhöht. Für die Zukunft wird es zudem entscheidend sein, wie sich Schweizer Unternehmen in etablierten und neuen Technologiefeldern gegenüber aufstrebenden Wettbewerbern wie China behaupten können.

Schweizer Stärke in einer verschuldeten Welt

Durch die globale hohe Staatsverschuldung sind viele Länder zunehmend auf niedrige Realzinsen oder Formen finanzieller Repression angewiesen, um ihre Haushalte stabil zu halten. Die Schweiz sticht dabei als fiskalpolitischer Musterschüler hervor. Das stärkt die «Save Haven»-Rolle des Frankens und lässt eine Fortsetzung der Frankenaufwertung erwarten. Gleichzeitig zeigt die Schweizer Exportwirtschaft eine bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit. Wissensintensive und preiselastische Branchen konnten ihre Bedeutung ausbauen, während preissensitive Sektoren unter Druck gerieten. Dieser Strukturwandel hin zu spezialisierten und wissensintensiven Gütern wird ungebremsst weitergehen. Nur Unternehmen, die sich an der Nachfrage orientieren und Wechselkursrisiken bewusst managen, werden langfristig bestehen.

Strukturwandel im globalen Umfeld

Der weltweite Schuldenstand steigt seit den 1970er-Jahren kontinuierlich und dürfte weiter zunehmen. Treiber sind heute vor allem strukturelle Faktoren wie die demografische Alterung und wachsende Sozialausgaben. Da viele Länder bereits hohe Steuerquoten aufweisen, ist das Potenzial für zusätzliche Staatseinnahmen gering. Ein konsequenter Schuldenabbau erscheint daher unrealistisch, weshalb finanzielle Repression in vielen Ländern zum dauerhaften Stabilisierungsmittel werden dürfte.

Für die Schweiz bedeutet dies: Dank Schuldenbremse, fiskalischer Solidität und tiefer Nettozinslast bleibt der Franken ein attraktiver sicherer Hafen. Eine nachhaltige, deutliche Abschwächung des Frankens ist in diesem Umfeld nicht zu erwarten.

Verschiebung hin zu wissensintensiven Stärken

Die Schweizer Exportwirtschaft hat sich in den vergangenen zwei Jahrzehnten als erstaunlich widerstandsfähig erwiesen. Trotz anhaltend starken Frankens erreichte die Exporte 2025 ein Rekordniveau.

Der Exportmix hat sich zunehmend in Richtung hochwertiger, wissensintensiver und schwer substituierbarer Güter verschoben. Insbesondere die Pharma- und die Präzisionsindustrie reagieren deutlich weniger sensibel auf Wechselkursbewegungen, da sie stärker durch die globale Nachfrage getrieben sind. Ihre stetige Expansion – begünstigt durch langfristige Wachstumstrends – stärkt die Gesamtexporte spürbar. Gleichzeitig verlieren preissensitive Branchen wie der Maschinenbau, die Metallindustrie, Glas und Textilien an Bedeutung.

Mit der zunehmenden Spezialisierung steigt auch die Exportkonzentration der Schweiz, und führt zu einer stärkeren Bündelung der Wertschöpfung auf wenige Kernbranchen, oft getragen von nur wenigen Unternehmen. Diese Entwicklung erhöht einerseits die Robustheit gegenüber Wechselkursschwankungen, andererseits entstehen neue Verwundbarkeiten. Branchenspezifische Schocks können deutlich stärkere Auswirkungen haben, wie die Diskussion über potenzielle Pharmazölle gezeigt hat.

Nachfragefokus und Wechselkursstrategie

Im langfristigen Bild bleibt die globale Nachfrage der entscheidende Treiber für den Erfolg der Schweizer Exportwirtschaft. Auch Unternehmen in stärker wechselkurssensitiven Branchen können ihre Position behaupten, sofern sie schwer substituierbare Produkte anbieten und sich konsequent an den Bedürfnissen ihrer internationalen Kundschaft ausrichten.

Kurzfristig stellen Wechselkursschwankungen jedoch für alle Unternehmen eine spürbare Belastung dar. Dies gilt umso mehr in einem Umfeld, in dem der Franken strukturell zur Stärke neigt. Umso wichtiger ist es, eine klare Strategie im Umgang mit diesem Risiko zu verfolgen: Unternehmen müssen sich der Relevanz des Wechselkurses bewusst sein und passende Absicherungsinstrumente nutzen. Durch die verringerten Währungsrisiken erhalten sie Planungssicherheit, wodurch sie den Fokus auf die langfristige Nachfrageentwicklung legen können. Unternehmen, die sich an der Nachfrage orientieren, schwer substituierbare Produkte anbieten und das Wechselkursrisiko im Griff haben, werden auch im Schuldenzeitalter und unter anhaltender Frankenstärke bestehen.

Rechtlicher Hinweis

Kein Angebot

Die in dieser Publikation veröffentlichten Inhalte werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie stellen also weder ein Angebot im rechtlichen Sinne noch eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb resp. Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Diese Publikation stellt kein Kotierungsinserat und keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a bzw. Art. 1156 OR dar. Die allein massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu diesen Produkten sind im entsprechenden Kotierungsprospekt enthalten. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität oder Wohnsitz eines Staates, in welchem die Zulassung von den in dieser Publikation beschriebenen Produkten beschränkt ist.

Diese Publikation ist weder dazu bestimmt, dem Anwender eine Anlageberatung zukommen zu lassen, noch ihn bei Investmententscheiden zu unterstützen. Investitionen in die hier beschriebenen Anlagen sollten nur getätigt werden, nachdem eine entsprechende Kundenberatung stattgefunden hat, und/oder die rechtsverbindlichen Verkaufsprospekte studiert wurden. Entscheide, welche aufgrund der vorliegenden Publikation getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers.

Keine Haftung

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft unternimmt alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten zu gewährleisten. Raiffeisen Schweiz Genossenschaft übernimmt aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation veröffentlichten Informationen.

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft haftet nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung dieser Publikation oder deren Inhalt verursacht werden oder mit der Verteilung dieser Publikation im Zusammenhang stehen. Insbesondere haftet sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken.

Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

Diese Publikation ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) finden demzufolge auf diese Publikation keine Anwendung.