

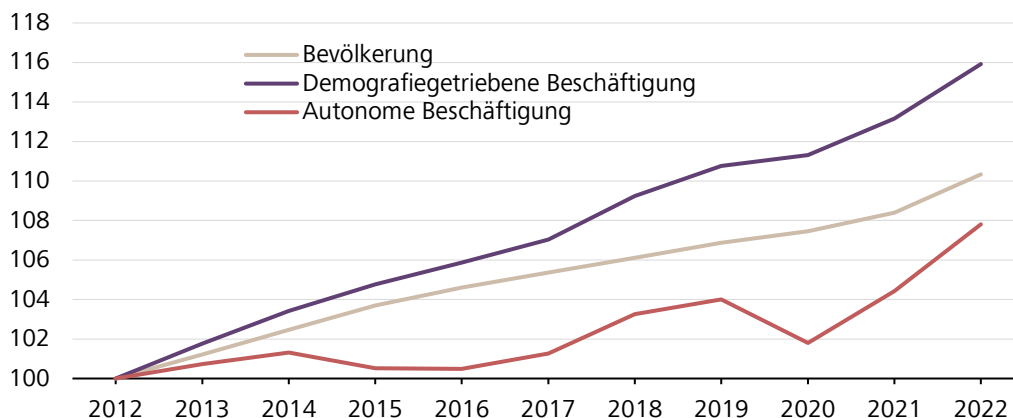
Konjunkturcheck

Das Schweizer BIP wurde in den ersten Monaten dieses Jahres durch einen zollbedingten Exportschub beflügelt. Der hat sich mittlerweile umgekehrt. Viele Exporteure blicken eher skeptisch auf die kommenden Monate. Trotz einer stabilen Binnennachfrage dürfte das Wachstum im weiteren Jahresverlauf verhalten ausfallen. Aufgrund des unerwartet starken Jahresstarts haben wir unsere BIP-Prognose für 2025 dennoch leicht auf 1.1% angehoben. Die SNB geht von einem ähnlich moderaten Jahresdurchschnitt aus. Ohne Not will die Nationalbank aber wegen negativer Nebenwirkungen nicht leichtfertig zu Negativzinsen zurückkehren. Die Hürde liegt höher als im Positivzinsumfeld.



CHART DES MONATS: DEMOGRAFIEGETRIEBENES WACHSTUM

Indizes (2012=100)



Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research

Die Schweiz wächst weiterhin. In den letzten beiden Jahren ist sie aber nur in die Breite gewachsen. Das BIP pro Kopf ist sogar leicht gesunken. Neben dem Bevölkerungswachstum, der Produktivität und den geleisteten Arbeitsstunden spielen dabei strukturelle Faktoren eine Rolle.

Aus Beschäftigungsoptik wächst die Schweiz stärker in demografiegetriebenen Branchen – in Sektoren also, die wesentlich durch die Bevölkerungsentwicklung beeinflusst sind, allen voran dem Gesundheitswesen. Das von der Bevölkerungsentwicklung unabhängige oder autonome Beschäftigungswachstum ist dagegen schwächer und in der Industrie sogar rückläufig. Zwischen 2012 und 2022 war das Wachstum zu 76% demografiegetrieben. Die Beschäftigung in diesen Bereichen wuchs mit durchschnittlich 1.5% pro Jahr stärker als die Bevölkerung. Dagegen legte die autonome Beschäftigung nur um 0.8% zu.

Regional zeigen sich deutliche Unterschiede: Während manche Arbeitsmarktreionen stagnieren oder gar rückläufig

sind, verzeichnen andere – etwa im Tourismus oder in wissensintensiven Dienstleistungen – ein starkes autonomes Wachstum. Besonders auffällig ist die Westschweiz, die sich auch der allgemeinen Deindustrialisierung widersetzt. Genauso sticht Zürich hervor: Die Region war zwischen 2012 und 2022 für über 40 % des autonomen Wachstums verantwortlich, vor allem dank florierenden Dienstleistungen aus den Sektoren IT und Unternehmensberatung.

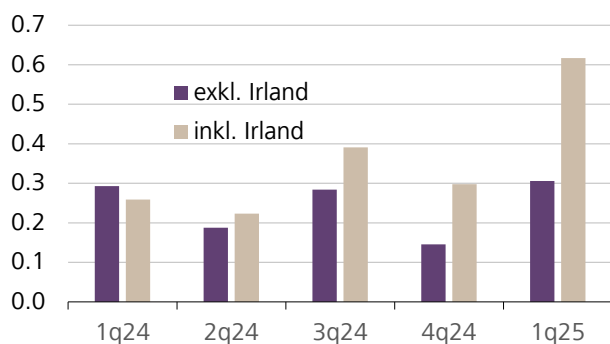
Für die langfristige Wettbewerbsfähigkeit der Schweiz ist ein qualitatives Wachstum in autonomen Branchen essenziell. Dies birgt aber auch Risiken, da ein hoher Anteil nicht automatisch zu mehr Beschäftigung führt, und zu Abhängigkeit von Schlüsselbranchen wie der Pharmaindustrie führen kann. Demografiegetriebene Sektoren wirken hingegen stabilisierend, da sie weniger anfällig für konjunkturelle Schwankungen und globale Krisen sind. Es kommt also auf die Mischung an. Mehr zum Thema in unserer neuen Studie: [Wirtschaftswachstum in der Schweiz – nur noch in die Breite?](#)

Konjunktur



IRLAND-BIP-EFFEKT

Eurozone-BIP, in % gegenüber Vorquartal

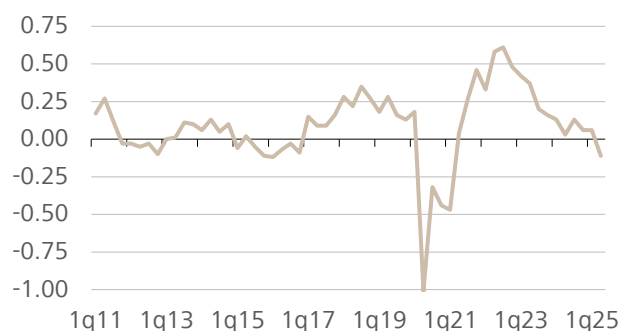


Quelle: Eurostat, Raiffeisen Economic Research



SCHWEIZER ARBEITSMARKT

SNB-Umfrage zur Personalknappheit

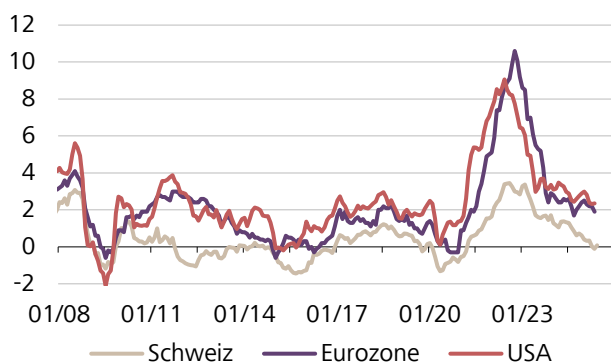


Quelle: SNB, Raiffeisen Economic Research



KONSUMENTENPREISE

In % gegenüber Vorjahr



Quelle: LSEG, Raiffeisen Economic Research

Schwankende Wirtschaftsdaten

Die Trumpsche-Zollpolitik wirbelt den globalen Handel durcheinander. Die Deeskalation im Handelskrieg mit China hat die schlimmsten Befürchtungen zwar zurückgedrängt. Die Zölle auf chinesische Einfuhren bleiben mit mindestens 30% aber sehr hoch. Daneben bestehen Sektorzölle und die allgemeinen, reziproken Mindestzölle von 10%. Dies bedeutet bereits eine konkrete Belastung für den Welthandel und führt zu einer Anpassung der Handelsströme. Zudem verzerren Vorzieheffekte von vor der Zolleinführung sowie aus Sorgen weiterer Zölle die Handelsdaten teilweise massiv. In der Schweiz hat dies im ersten Quartal zum stark überdurchschnittlichen BIP-Wachstum von 0.8% beigetragen, vor allem aufgrund eines Schubs der Pharmaexporte in die USA. Die Exporte haben in den ersten beiden Monaten des zweiten Quartals aber ähnlich stark korrigiert, was das BIP wiederum belasten wird. Ganz ähnlich sieht es in der Eurozone aus, die zu Jahresbeginn ein übermässig hohes Wachstum von 0.6% aufwies. Mehr als die Hälfte steuerte allerdings allein das kleine Irland bei, welches ein globales Pharmadrehkreuz ist.

Ausblick bleibt verhalten

Der unterliegende Wachstumstrend bleibt in Europa verhalten. In Deutschland signalisieren die Indikatoren, trotz des Gegenwindes der Zollpolitik, zunehmend zumindest eine Stabilisierung in der Industrie. Über die kurze Frist hinaus steigt zudem der Optimismus für Impulse aus den geplanten Investitionsprogrammen. In den anderen grossen Eurozone-Ländern bleibt der Ausblick mit dem höheren fiskalischen Konsolidierungsdruck jedoch gedämpfter, allen voran in Frankreich. Auch die Schweizer Unternehmen äussern sich nach der langen Industrieflaute und wegen den Zöllen zurückhaltender. Vor allem in der Maschinen- und Metallindustrie planen die Unternehmen Personal abzubauen. Insgesamt signalisieren die Beschäftigungspläne der Unternehmen weiterhin einen moderaten Personalaufbau. Ein überdurchschnittlicher Grad an Personalknappheit wird aber mittlerweile nicht mehr festgestellt. Die weniger positiven Arbeitsmarktaussichten sorgen auch bei den Konsumenten, trotz wieder steigender Reallöhne, für keine höhere Kaufbereitschaft.

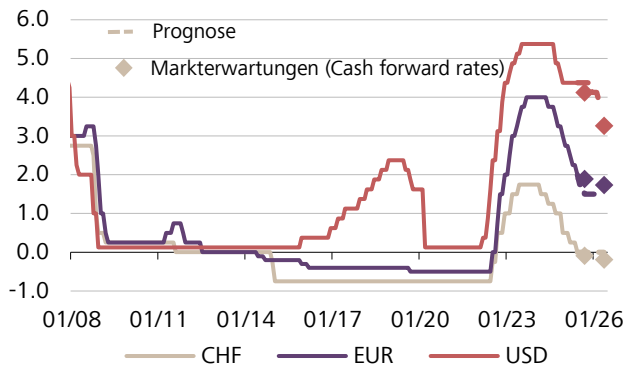
Von erhöhten Preisrisiken bis Deflation

In den USA fiel die Inflation in den letzten Monaten überraschend moderat aus. Das Finanzministerium meldet aber immer stärker sprudelnde Zolleinnahmen. Und stabile Importpreise legen nahe, dass diese überwiegend von den US-Importeuren getragen werden. Die US-Preispipeline füllt sich also, was im zweiten Halbjahr verzögert auch eine höhere Inflation nach sich ziehen sollte. In Europa melden die Unternehmen hingegen keinen höheren Preisdruck. In der Eurozone bleibt die Desinflation mit einer abnehmenden Lohndynamik auf Kurs. In der Schweiz sorgt der stärkere Franken, zusammen mit niedrigeren Energiepreisen, sogar für eine leichte Deflation. Die stabile Binnennachfrage spricht aber nicht für stärkere, breit basierte Preisrückgänge.

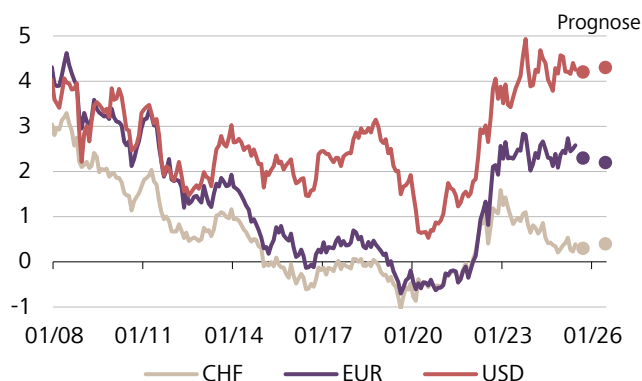
Zinsen



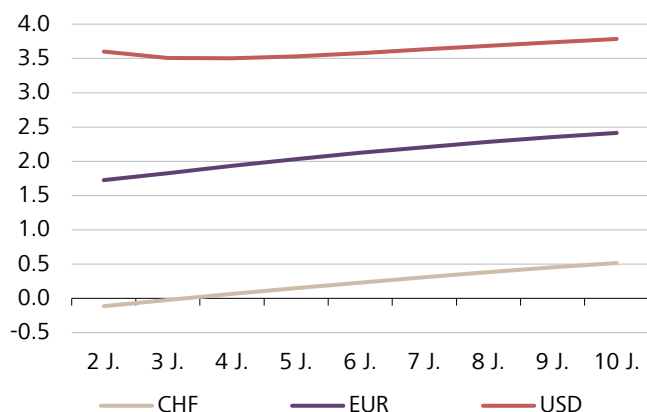
LEITZINSEN, IN %



10-JAHRES-STAATSANLEIHEN, IN %



ZINSKURVE (STAND: 07.07.2025), IN %



Fed in guter Position

Die amerikanische Notenbank sieht nach der Zoll-Deeskalation mit China weniger grosse Abwärtsrisiken für die US-Konjunktur. Grösser bleiben die Sorgen vor stärkeren Preisanstiegen, auch wenn die Verbraucherpreise zuletzt noch verhalten ausfielen. Das Umfeld rechtfertigt keine präventiven Zinssenkungen, vor allem solange der Arbeitsmarkt solid bleibt. Die Fed-Funds-Zielrate bleibt seit der letzten Senkung im Dezember unverändert bei 4.375%. Der Fed-Vorsitzende Jerome Powell betonte, die Preisefekte der Zölle könnten kurzfristiger Natur sein, aber man dürfe keine Entankerung der längerfristigen Preiserwartungen riskieren. Insgesamt sehen sich die US-Notenbanker in einer guten Position und keinen Grund zur Eile, die nur noch leicht restriktive Zinspolitik schnell zu lockern.

EZB nähert sich Ende

Die EZB hat die Leitzinsen hingegen im Juni weiter gesenkt. Der Einlagensatz befindet sich mit 2.0% nun nahe dem geschätzten neutralen Niveau. Und da die EZB mittelfristig von einem Einpendeln der Inflation um das Zielniveau ausgeht, läuft der Zinszyklus langsam aus. Die Notenbank sieht sich dabei ebenfalls gut positioniert, um mit der aktuellen Unsicherheit umgehen zu können. Die EZB gibt keine Richtung für den Zinspfad mehr vor. Mit den überwiegenden Abwärtsrisiken sehen wir aber unverändert eher noch Freiraum für etwas mehr Senkungen in diesem Jahr, auch wenn mehrere Rats-Mitglieder für die nächste Sitzung im Juli erst einmal für eine Pause plädieren.

SNB geht auf null

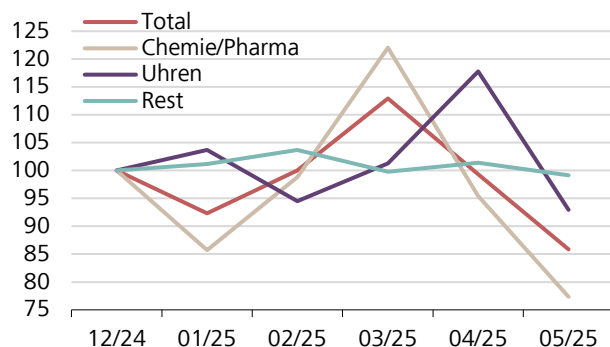
Die SNB hat ihren Leitzins im Juni ebenfalls weiter auf null gesenkt, mit der Begründung eines abermaligen Rückgangs des Inflationsdrucks, verursacht vor allem durch die negativen Konjunkturreffekte der US-Zollpolitik. Die SNB geht aber weiter von einem moderaten Wachstum der Schweizer Wirtschaft aus, womit nicht unbedingt eine stärkere Reaktion gerechtfertigt war. Zudem ist sich die SNB bewusst, dass Negativzinsen unerwünschte Nebenwirkungen haben und Herausforderungen für die Finanzmarktteilnehmer darstellen. Deshalb werde ein Entscheid zur Wiedereinführung nicht leichtfertig gefällt. Die Hürde liegt höher als bei der grossen, präventiven Zinssenkung vom Dezember im positiven Zinsbereich. Damit sehen wir die Chancen weiterhin nicht schlecht, dass die SNB an Negativzinsen vorbeischnappen kann. Die SNB zeigt sich allerdings bereit, weiter zu handeln, sollten doch noch deutlich mehr Abwärtsrisiken eintreten. Da man an den Zinsmärkten teilweise auf eine stärkere Zinssenkung spekuliert hatte, sind die längerfristigen CHF-Kapitalmarktzinsen im Zuge des kleinen SNB-Schritts leicht angestiegen. Aktuell ist in den Kapitalmarktzinsen höchstens noch ein leichtes Unterschreiten der Nullmarke vorweggenommen.

Schweizer Branchen



EXPORTE

Saisonbereinigt, indexiert (Dez. 2024 = 100)

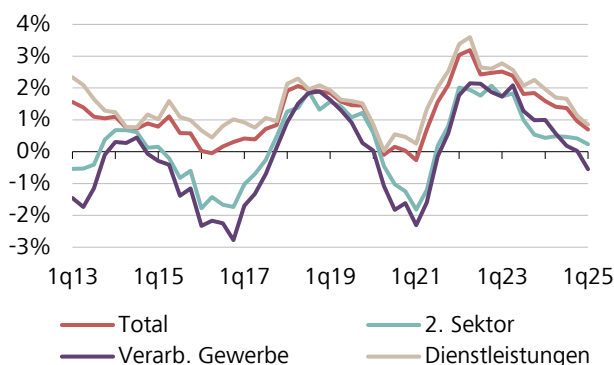


Quelle: BAZG, Raiffeisen Economic Research



BESCHÄFTIGUNGSWACHSTUM

Vollzeitäquivalente (VZÄ) gegenüber Vorjahr

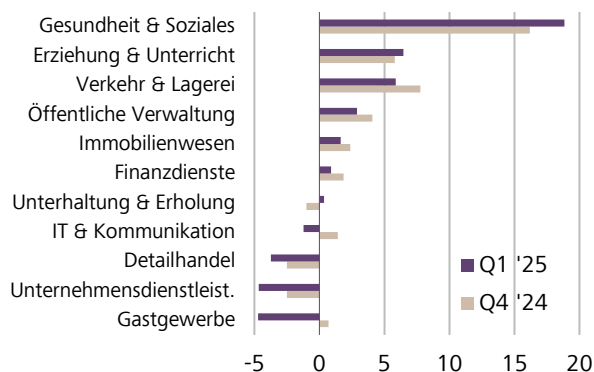


Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research



BESCHÄFTIGUNG IM TERTIÄRSEKTOR

VZÄ, Veränderung gegenüber Vorjahr, in Tausend



Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research

Exporte sinken im zweiten Quartal deutlich

Die Exportzahlen von März bis Mai fielen aufgrund der Vorzieheffekte im Zusammenhang mit den US-Zöllen sehr volatil aus. Zunächst stiegen die Ausfuhren in die USA deutlich, bevor sie stark zurückgingen. Dies betraf vor allem Medikamente und Uhren. Beide Exportprodukte sind nicht nur hochpreisig, sondern lassen sich auch in grossen Mengen rasch transportieren.

Der kurzfristige Exportschub hat im ersten Quartal zu einem starken BIP-Wachstum geführt. Für die Folgequartale droht nun aber das Gegenteil. So fielen die US-Exporte im Mai auf 60% des Niveaus von Ende 2024. Es drohen aber auch indirekte Auswirkungen der Zölle z.B. durch eine Abschwächung der weltwirtschaftlichen Nachfrage. So sind in den letzten Monaten auch die Exporte in die Eurozone und nach China spürbar gesunken.

Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe nimmt ab

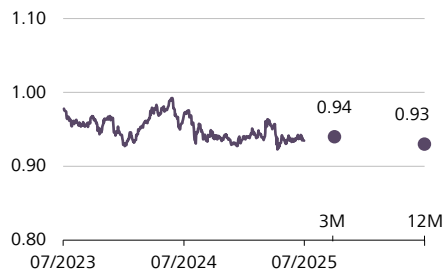
Die neue Handelspolitik der USA trifft die Schweizer Industrie zur Unzeit, denn das verarbeitende Gewerbe steht bereits seit längerem unter Druck, mit spürbaren Folgen für den Arbeitsmarkt. So ging die Beschäftigung, gemessen in Vollzeitäquivalenten, im ersten Quartal im Jahresvergleich um 0.5% zurück. In der MEM-Industrie sowie in einigen kleineren Branchen ist die Beschäftigung bereits seit 2024 rückläufig. Zu Jahresbeginn resultierte aber auch in der Branche «Datenverarbeitungsgeräte und Uhren» ein Rückgang.

Im zweiten Quartal hat sich die Dynamik am Arbeitsmarkt weiter abgeschwächt, wie unter anderem Unternehmensumfragen zeigen. Das gilt auch für den Dienstleistungssektor, wo das Stellenwachstum mittlerweile ebenfalls unter dem langfristigen Durchschnitt liegt. Im ersten Quartal wurden im Tertiärsektor lediglich 27'500 neue Stellen geschaffen, was einer Zunahme von 0.8% entspricht. Das Beschäftigungswachstum konzentriert sich dabei zunehmend auf wenige Bereiche, insbesondere staatsnahe Branchen und Sektoren, die stark vom anhaltenden Bevölkerungswachstum profitieren. In den anderen Branchen fällt das Stellenwachstum hingegen schwach aus. Die Beschäftigung sinkt etwa im Informatikwesen und in der Forschung und Entwicklung. Das Minus bei den Unternehmensdienstleistungen ist dagegen mehrheitlich auf den Rückgang in der Sparte «Vermittlung von Arbeitskräften» zurückzuführen (-20%). Die Entwicklung von Temporärarbeit deutet häufig frühzeitig auf Veränderungen am Arbeitsmarkt hin. Der starke Rückgang im ersten Quartal ist somit kein gutes Signal für die weitere Beschäftigungsentwicklung.

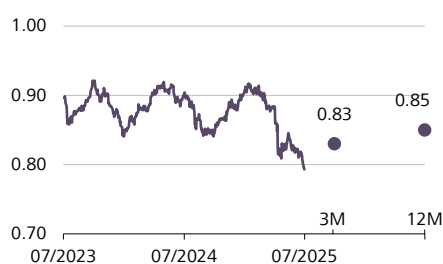
Währungen



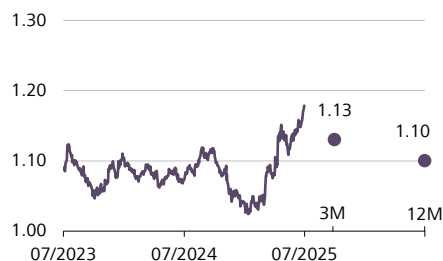
PROGNOSE

**EUR/CHF**

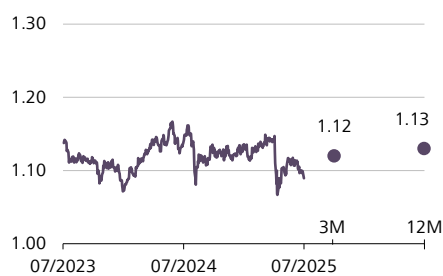
Der Euro tendierte im Juni weitgehend seitwärts. Der Versuch, sich über der Marke von 0.94 Franken zu festigen, ist aufgrund der militärischen Eskalation im Nahen Osten vorerst gescheitert. Der Franken war als sicherer Hafen gesucht und erstarkte zum Monatsende hin. Dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihren Leitzins auf Null gesenkt hat, ist dabei nicht ins Gewicht gefallen. Die konjunkturellen Aussichten bleiben verhalten, immerhin kommen positive Impulse vom Schwergewicht Deutschland. Wir rechnen auch im weiteren Jahresverlauf mit einer Seitwärtsbewegung.

**USD/CHF**

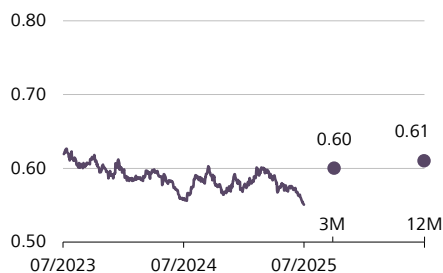
Der Dollar schwächelt. Die konjunkturellen Aussichten trüben sich ein. Zuletzt hat auch die US-Notenbank Fed ihre Wachstumsaussichten reduziert, nachdem zuvor bereits die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) ihre Prognosen für die USA reduziert hatte. Die bremsende Wirkung der Handelszölle dürfte sich mit Verzögerung entfalten. Hinzu kommt die weiterhin steigende Verschuldung. Vieles ist allerdings im aktuellen Kurs eingepreist, weshalb wir auf Jahressicht mit einem etwas stärkeren US-Dollar rechnen.

**EUR/USD**

Während sich die US-Wirtschaft eintrübt und das Vertrauen der Anleger unter der erratischen Zollpolitik der Regierung leidet, macht Europa Boden gut. Investoren sind seit Monaten daran, ihre Anlagen umzuschichten und unter anderem in Europa zu investieren. Das stärkt die Einheitswährung. Da der Euro gegenüber dem US-Dollar seit Anfang Jahr allerdings rund 13% aufgewertet hat, und die Zinsdifferenz zunehmend für den US-Dollar spricht, erwarten wir auf 12-Monatssicht einen leicht tieferen EUR/USD-Kurs von 1.10.

**GBP/CHF**

Die Inflation in Grossbritannien hält sich hartnäckig. Weitere Zinssenkungen sind daher vorerst nicht zu erwarten. Gleichzeitig enttäuschten die jüngsten Wirtschaftsdaten. Das Risiko, in eine Stagflation abzugleiten hat daher zugenommen. Im Juni wertete das britische Pfund gegenüber dem Schweizer Franken 1.6% ab, seit Anfang Jahr sind es 3.6%. Wir sind der Ansicht, dass damit ein Grossteil der negativen Nachrichten im Kurs enthalten sind und der Zinsvorteil zu einer Aufwertung des Pfundes führen wird.

**JPY/CHF***

Der japanische Yen hat seine Talfahrt im Juni fortgesetzt und gegenüber dem Schweizer Franken 3.6% eingebüsst. Damit fiel er auf ein Allzeittief. Ein Grund ist die hohe Teuerungsrate. So liegt die Kerninflation derzeit auf dem höchsten Stand seit mehr als zwei Jahren. Als Exportnation profitieren japanische Unternehmen grundsätzlich von einer schwachen Währung. Gegenwind kommt derzeit jedoch von den US-Zöllen. Die Bank of Japan (BoJ) bleibt somit gefordert. Auf 12-Monatssicht rechnen wir auch beim Yen mit einer moderaten Aufwertung auf 0.61.

* mit 100 multipliziert

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office, Raiffeisen Schweiz Economic Research

Raiffeisen Prognosen (I)



KONJUNKTUR

BIP (Durchschnittliches jährliches Wachstum in %)

	2022	2023	2024	Prognose 2025	Prognose 2026
Schweiz (Sportevent-bereinigt)	2.9	1.2	0.9	1.1	1.0
Eurozone	3.6	0.5	0.9	0.9	1.0
USA	2.5	2.9	2.8	1.3	0.9
China*	3.0	5.2	5.0	4.5	4.0
Japan	1.0	1.8	0.1	0.8	0.8
Global (PPP)	3.6	3.3	3.2	2.7	2.6

Inflation (Jahresdurchschnitt in %)

	2022	2023	2024	Prognose 2025	Prognose 2026
Schweiz	2.8	2.1	1.1	0.2	0.5
Eurozone	8.4	5.5	2.4	2.0	1.8
USA	8.0	4.1	3.0	3.5	3.5
China	2.0	0.2	0.2	0.2	0.9
Japan	2.5	3.3	2.7	2.7	1.9



FINANZMÄRKTE

Leitzinsen (Jahresende in %)**

	2023	2024	Aktuell***	Prognose 3M	Prognose 12M
CHF	1.75	0.50	0.00	0.00	0.00
EUR	4.00	3.00	2.00	1.75	1.50
USD	5.25-5.50	4.25-4.50	4.25-4.50	4.25-4.50	3.50-3.75
JPY	-0.10	0.25	0.50	0.50	0.75

Kapitalmarktzinsen (Renditen 10-jährige Staatsanleihen; Jahresende in %)

	2023	2024	Aktuell***	Prognose 3M	Prognose 12M
CHF	0.65	0.27	0.39	0.30	0.40
EUR (Deutschland)	2.02	2.36	2.60	2.30	2.20
USD	3.88	4.57	4.34	4.20	4.30
JPY	0.61	1.09	1.46	1.40	1.20

Wechselkurse (Jahresende)

	2023	2024	Aktuell***	Prognose 3M	Prognose 12M
EUR/CHF	0.93	0.94	0.94	0.94	0.93
USD/CHF	0.84	0.90	0.79	0.83	0.85
JPY/CHF (x 100)	0.60	0.58	0.55	0.60	0.61
EUR/USD	1.10	1.04	1.18	1.13	1.10
GBP/CHF	1.07	1.14	1.08	1.12	1.13

Rohstoffe (Jahresende)

	2023	2024	Aktuell***	Prognose 3M	Prognose 12M
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	77	75	68	75	70
Gold (USD/Unze)	2063	2625	3313	3450	3500

*Die BIP-Zahlen sind in ihrer Genauigkeit umstrittener als in anderen Ländern und sollten mit einer gewissen Zurückhaltung betrachtet werden.

**Jeweils der für die Geldmarktzinsen relevante Leitzins (SNB-Einlagensatz, EZB-Einlagensatz, Zinskorridor für Fed-Funds-Zielrate)

***07.07.2025

Raiffeisen Prognosen (II)



SCHWEIZ – DETAILPROGNOSEN (SPORTEVENT-BEREINIGT)

	2021	2022	2023	2024	Prognose 2025	Prognose 2026
BIP, real, Veränderung in %	5.3	2.9	1.2	0.9	1.1	1.0
Privater Konsum	2.2	4.3	1.5	1.8	1.4	1.5
Staatlicher Konsum	3.0	-1.2	1.7	0.5	1.2	0.8
Ausrüstungsinvestitionen	6.0	3.4	1.4	-2.1	1.2	1.9
Bauinvestitionen	-3.1	-6.9	-2.7	2.2	2.2	1.8
Exporte	11.5	4.7	1.8	1.0	6.3	1.0
Importe	5.7	5.8	4.1	4.0	6.9	1.9
Arbeitslosenquote in %	3.0	2.2	2.0	2.5	2.9	3.3
Inflation in %	0.6	2.8	2.1	1.1	0.2	0.5

Herausgeber

Raiffeisen Economic Research
Fredy Hasenmaile, Chefökonom Raiffeisen Gruppe
The Circle 66
8058 Zürich
economic-research@raiffeisen.ch

Autoren

Alexander Koch
Domagoj Arapovic

Publikationen

Weitere Publikationen finden Sie unter:
www.raiffeisen.ch/publikationen

Internet

www.raiffeisen.ch

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 alleine 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.