

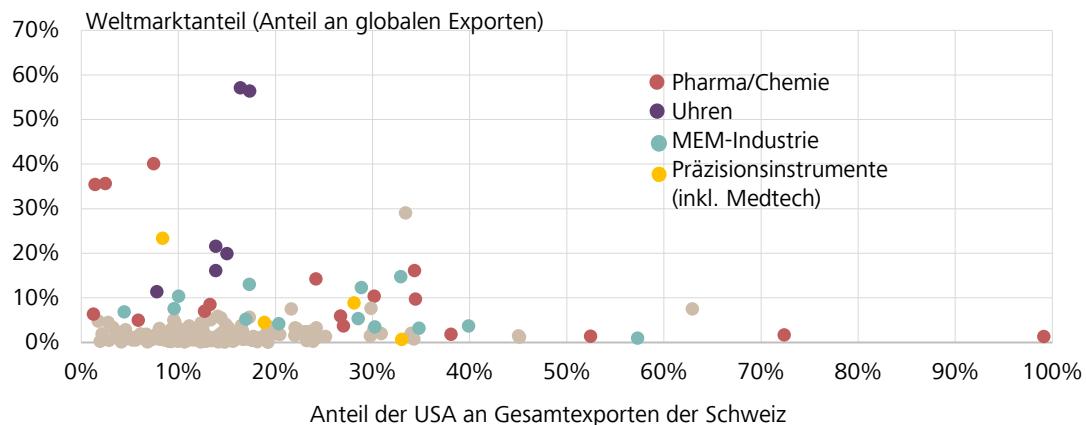
Konjunkturcheck

Der hohe US-Zoll hinterlässt Spuren in der Schweizer Industrie, insbesondere bei den KMU. Für eine Entspannung im Handelskonflikt mit den USA besteht jedoch weiterhin eine realistische Aussicht. Die Weltwirtschaft zeigt sich derweil widerstandsfähiger als erwartet, nicht zuletzt, weil die meisten Länder im Zollstreit mit den USA auf Gegenmassnahmen verzichten. Für Entwarnung ist es jedoch noch zu früh. Das gilt insbesondere für den Preisdruck in den USA, auch wenn die Fed die Inflationsrisiken relativiert und bereits eine baldige Zinssenkung in Aussicht gestellt hat.



CHART DES MONATS: SCHWEIZER WELTMARKTFÜHRER

Schweizer US-Exporte nach Warenkategorie und Branchenzuordnung (Güter mit US-Exporten > 10 Mio. CHF), ohne Gold



Quelle: International Trade Centre, Raiffeisen Economic Research

Dank der Ausnahmen bei chemisch-pharmazeutischen Produkten und bei Gold sind aktuell weniger als 40% der Schweizer Exporte in die USA zollpflichtig. Über 70% davon entfallen auf Uhren, Präzisionsinstrumente und Produkte der MEM-Industrie. In allen drei Branchen müssen die Hersteller mit teilweise deutlichen Umsatz- und Gewinnrückgängen rechnen, selbst wenn sie die Preise erhöhen. Die Preisempfindlichkeit der Nachfrage ist jedoch nicht überall gleich stark. Bei Produkten, bei denen Schweizer Unternehmen zu den etablierten Weltmarktführern zählen, ist von einer geringeren Preiselastizität auszugehen. Hier ist das Risiko geringer, dass die US-Kunden auf Konkurrenzprodukte ausweichen.

Schweizer Uhren machen beispielsweise fast 60% des weltweiten Marktvolumens aus. Auch bei den patentgeschützten Medikamenten gibt es je nach Anwendungsbereich wenig Alternativen, was der Branche im Falle von Zöllen eine stabile Nachfrage sichern dürfte. Bei den Präzisionsinstrumenten wiederum und im Medtech-Sektor entfällt immerhin die Hälfte der US-Exporte auf Warenkategorien, in denen die

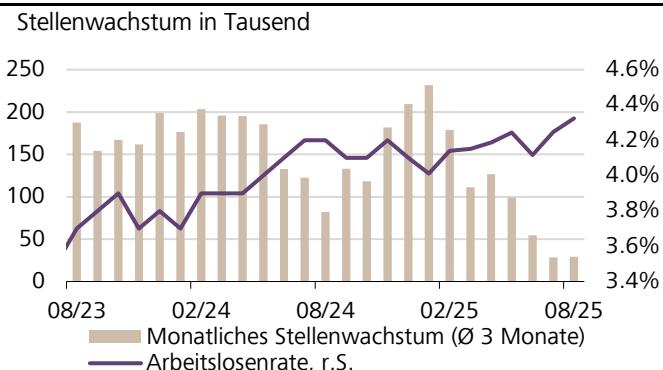
Schweiz einen Weltmarktanteil von mindestens 5% hält. Bei Präzisionswaagen liegt der Marktanteil gar bei über 20%, bei künstlichen Gelenken oder Herzschrittmachern zwischen 10% und 20%. Die starke Marktstellung dürfte es den betreffenden Unternehmen ermöglichen, die Zölle teilweise auf die Kunden zu überwälzen, ohne dass die Nachfrage spürbar sinkt. Das gilt auch für einen Teil der MEM-Industrie, wo sich ebenfalls eine Reihe von „hidden champions“ findet. Hier entfallen noch 15% der US-Exporte auf Waren mit einem Weltmarktanteil von über 5%.

Von den gesamten Schweizer Exporten in die USA ist damit bestenfalls lediglich etwa ein Viertel stark gegenüber den hohen Zöllen exponiert. Bei diesen Produkten gibt es allerdings bereits Evidenz für Bremsspuren. Die meisten KMU mit Exporten in die USA scheinen die hohen Zollkosten nicht ohne deutliche Nachfrageeinbussen an ihre Kunden weitergeben zu können, wie eine Sonderumfrage im Rahmen des aktuellen [Raiffeisen KMU PMI](#) zeigt.

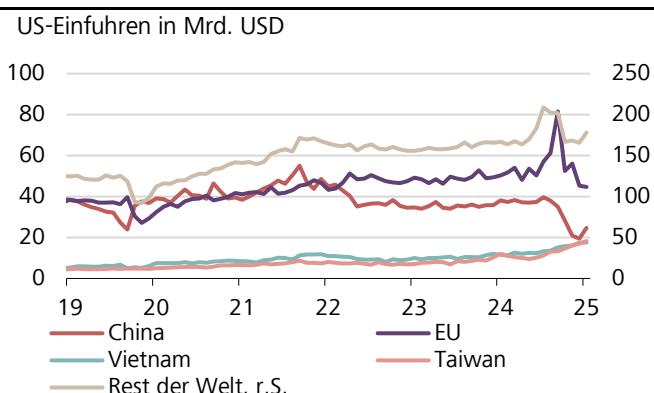
Konjunktur



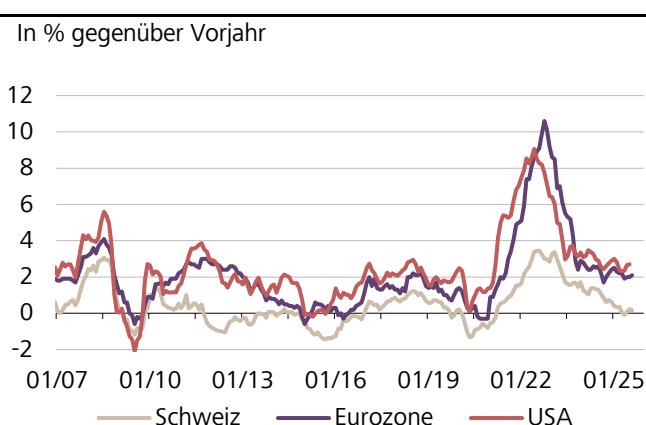
ABKÜHLUNG AM US-ARBEITSMARKT



UMLENKUNGEN BEI US-IMPORTEN



KONSUMENTENPREISE



US-Unternehmen tragen Hauptlast der Zölle

In den letzten fünf Monaten spülten die Zölle rund 130 Mrd. USD in die Kasse des US-Finanzministeriums, was über 5% der Staateinnahmen in diesem Zeitraum entspricht. Die Hauptlast der Zollkosten tragen derweil die US-Unternehmen, die weiterhin von grossen Preiserhöhungen absehen. Infolgedessen sinken ihre Gewinnmargen, wenn auch meist nicht in einem Ausmass, das Entlassungen nötig machen würde. Die Unternehmen stellen mittlerweile jedoch weniger neues Personal ein, weshalb das Beschäftigungswachstum deutlich an Fahrt verloren hat. Die Arbeitslosenrate steigt nur deshalb nicht stärker an, weil das Arbeitsangebot infolge der verschärften Migrationspolitik zurückgeht. Der Ausblick für den Privatkonsumenten ist deshalb weiter nach unten gerichtet, auch wenn die Konsumausgaben zuletzt besser ausfielen als erwartet. Der zollbedingte Preisdruck auf den vorgelagenen Produktionsstufen hat deutlich zugenommen und dürfte schrittweise auf die Konsumentenpreise durchschlagen.

Erneute Vorzieheffekte im Warenhandel

Die jüngsten Zollerhöhungen haben derweil neue Vorzieheffekte ausgelöst. Die US-Importe sind nach dem starken Anstieg im ersten Quartal und dem darauffolgenden Rückprall zuletzt wieder gestiegen. Die Einführen aus China liegen zwar weiterhin massiv unter dem Vorjahresniveau. Allerdings findet der Grossteil der chinesischen Exporte über Umwege nach Südostasien, wo die Zollbelastung niedriger ist, nach wie vor den Weg in die USA. Die chinesische Industrie trotzt daher der Zollbelastung bislang erfolgreich. Es bleibt aber fraglich, wie lange die USA diese Handelsumlenkung noch hinnehmen werden. In der Eurozone wiederum ist der Einkaufsmanagerindex für die Industrie zwar erstmals seit drei Jahren wieder über die Wachstumsschwelle gestiegen. Die Verbesserung ist jedoch vor allem auf die Belebung im binnennorientierten Industriesektor zurückzuführen. Die Exportaufträge schwächen weiterhin, und aufgrund der US-Zölle sind hier keine baldigen Wachstumsimpulse zu erwarten.

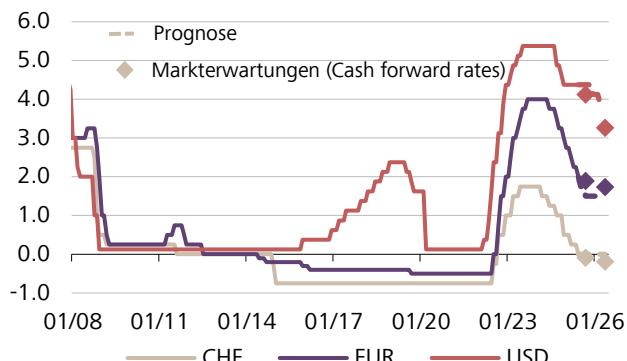
Intakter Desinflationsprozess in der Eurozone

In der Eurozone zeichnet sich für die nächsten Monate aufgrund von Basiseffekten zwar eine Teuerung von über 2% ab. Die schwächere Konjunktur, die nachlassende Lohndynamik und nicht zuletzt der Verzicht auf zollpolitische Gegenmassnahmen lassen mittelfristig jedoch weiterhin eine niedrigere Inflation erwarten. Auch in der Schweiz scheint die Preisstabilität nicht in Gefahr, obschon die Inflation nahe an der Nullmarke liegt. Die Industrie befindet sich aufgrund des 39%-Zolls zwar in einer deutlich schwierigeren Ausgangslage als die Konkurrenz. Der weitaus grössere Binnensektor ist aber stabil (siehe Seite 4), was gegen stärkere, breitbasierte Preisrückgänge spricht.

Zinsen



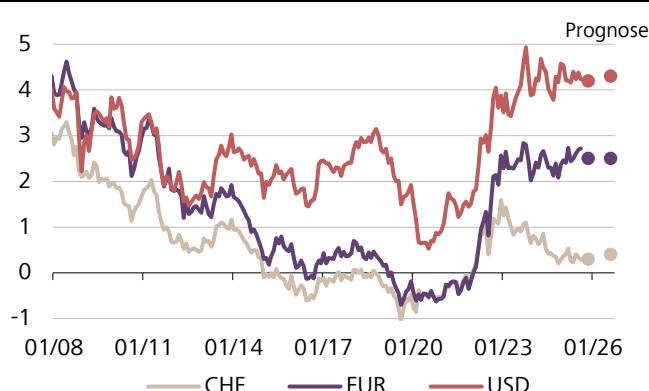
LEITZINSEN, IN %



Quelle: LSEG, Raiffeisen Economic Research



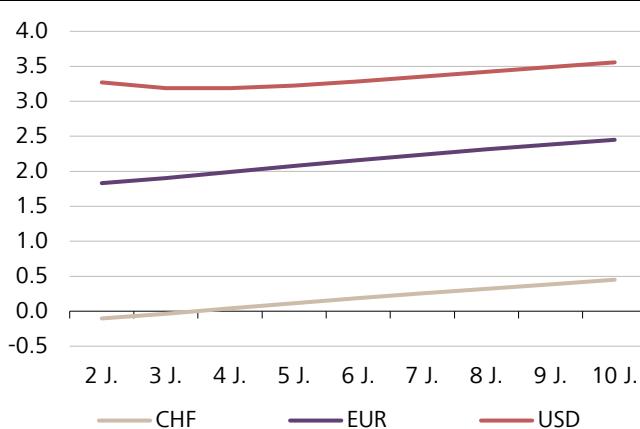
10-JAHRES-STAATSANLEIHEN, IN %



Quelle: LSEG, Raiffeisen Economic Research



ZINSKURVE (STAND: 08.09.2025), IN %



Quelle: LSEG, Raiffeisen Economic Research

US-Notenbank im Rückzugsgefecht

Bei der jährlichen Notenbanktagung in Jackson Hole stellte der Fed-Vorsitzende Powell überraschend nicht mehr die Inflationsrisiken, sondern die Abschwächung am Arbeitsmarkt in den Vordergrund. Er betonte diesmal stärker die Möglichkeit einer Anpassung der Geldpolitik und signalisierte damit, dass der Leitzins bereits im September sinken könnte. In Powells Basiszenario führen die von der Regierung verhängten Zölle lediglich zu einem vorübergehenden Anstieg des Preisniveaus, nicht jedoch zu einer anhaltend höheren Inflation. Wie er selbst einräumte, ist diese Einschätzung jedoch weiterhin mit erheblichen Unsicherheiten behaftet. Eine Reihe von Indikatoren, wie z.B. die Produzentenpreise oder die Preispläne der Unternehmen, deuten unverändert auf einen steigenden Inflationsdruck hin. Wir rechnen daher nicht damit, dass die Zinsen bis zum Jahresende mehrfach sinken, auch wenn die US-Regierung weiterhin grossen Druck auf die Fed ausübt.

EZB im Wartemodus

In den USA gilt die Geldpolitik als restriktiv, weil der neutrale Leitzins etwa 50-100 Basispunkte unter dem aktuellen Niveau verortet wird. In der Eurozone hingegen befindet sich der Einlagsensatz mit 2.0% bereits nahe am geschätzten neutralen Niveau. Laut der Europäischen Zentralbank (EZB) halten sich die Konjunktur- und Inflationsrisiken derzeit in etwa die Waage, weshalb aktuell keine weitere Anpassung nötig sei. Bei schlechten Konjunkturdaten kann sich diese Einschätzung unseres Erachtens aber schnell ändern, weshalb wir eine weitere Lockerung in diesem Jahr weiterhin für realistisch halten. Die negativen Folgen der US-Zölle haben bislang noch nicht voll durchgeschlagen. Auch die Regierungs-krise in Frankreich und die steigenden Spreads der französischen Staatsanleihen könnten die EZB dazu bewegen, eine weitere Zins-senkung in Betracht zu ziehen.

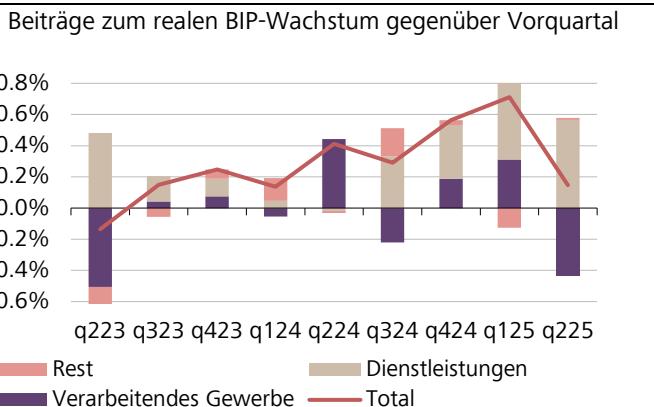
SNB versucht Negativzinsen zu vermeiden

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) wiederum zeigt sich nach dem Zollschock von Anfang August zurückhaltend. Eine Senkung des Leitzinses in den Negativbereich ist derzeit nicht unmittelbar geplant. Die SNB verweist weiterhin auf die hohen Hürden für Negativzinsen und betont, dass diese wegen der möglichen Nebenwirkungen nur unter strengen Bedingungen infrage kämen. Eine akute Deflationsgefahr sieht die SNB aktuell zum Beispiel nicht. Die Teuerung bewegt sich derzeit von der Nulllinie weg. Der Euro-Franken-Kurs ist weitgehend stabil und die Aufwertung gegenüber dem US-Dollar ist eher eine Folge der schwachen US-Währung als eines starken Frankens. Die Konjunktur verliert zwar an Schwung, jedoch im Rahmen der Erwartungen. Die SNB scheint die Auswirkungen der US-Zölle zunächst abwarten zu wollen, nicht zuletzt, weil eine baldige Entspannung im Handelskonflikt mit den USA nicht ausgeschlossen ist.

Schweizer Branchen



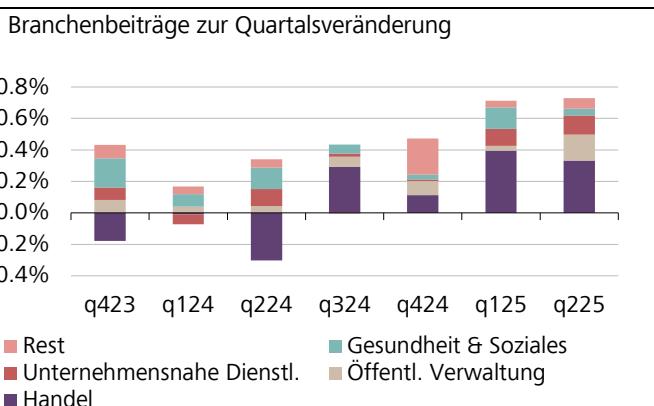
WERTSCHÖPFUNG NACH SEKTOREN



Quelle: SECO, Raiffeisen Economic Research



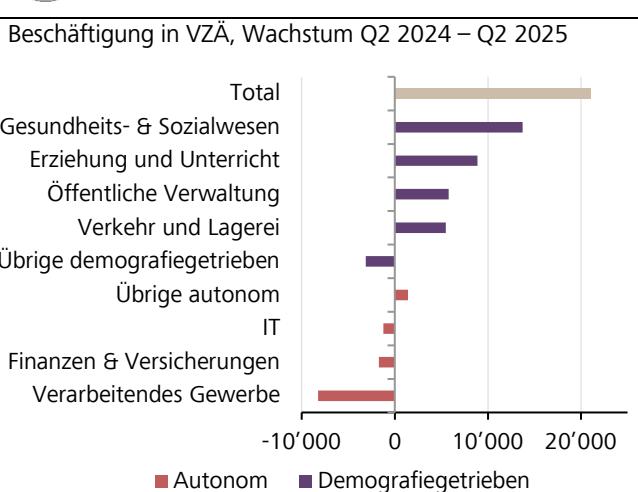
WACHSTUM IM TERTIÄRSEKTOR



Quelle: SECO, Raiffeisen Economic Research



ARBEITSMARKT



Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research

Robuster Dienstleistungssektor

Nach dem starken Exportanstieg zu Jahresbeginn ist die Wertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe im zweiten Quartal wieder deutlich gesunken. Das Sportevent-bereinigte BIP hat dank des anhaltenden Wachstums im Dienstleistungssektor trotzdem nochmals zugelegt, wenn auch nur knapp. Die Wirtschaftsleistung liegt damit aktuell um 1.7% über dem Vorjahresniveau, wobei der robuste Anstieg fast vollständig auf den Tertiärsектор zurückzuführen ist. Etwa die Hälfte des BIP-Wachstums stammt aus dem volatilen Transithandel, der zum Grosshandel gezählt wird. Insgesamt ist das Wachstum in den Dienstleistungsbranchen aber breit abgestützt. Das grösste Plus im Vergleich zum Vorjahr resultiert derzeit in der öffentlichen Verwaltung (+2.6%) und im Gesundheits- und Sozialwesen (+2.2%). Die Wertschöpfung hat aber auch ausserhalb der staatsnahen Bereiche zugewonnen, wie z.B. im Gastgewerbe (+1.8%), in der Transport- und Kommunikationsbranche (+1.4%) oder bei den unternehmensnahen Dienstleistungen (+1.1%). Nur bei den Finanzdienstleistungen (-0.4%) und im Bildungswesen (-0.1%) resultierte im zweiten Quartal im Vergleich zum Vorjahr ein Rückgang.

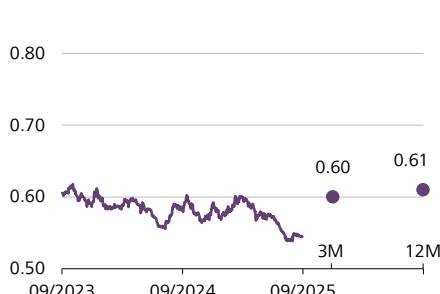
Weiterhin Beschäftigungswachstum in die Breite

Im verarbeitenden Gewerbe drohen wegen der US-Zölle zusätzliche Stellenverluste. Bereits in den letzten vier Quartalen sind über 8'000 Stellen verloren gegangen (siehe Grafik). Die stabile Lage im Tertiärsектор spricht jedoch gegen einen Einbruch am Arbeitsmarkt. Das Beschäftigungswachstum wird hauptsächlich von demografiegetriebenen Dienstleistungsbranchen getragen, die wenig von der allgemeinen Konjunkturwicklung abhängig sind. Dazu zählt beispielsweise der Gesundheitssektor, das Erziehungswesen oder die öffentliche Verwaltung. In den letzten vier Quartalen wurden praktisch nur noch in diesen staatsnahen Bereichen neue Stellen geschaffen. In den autonomen, d.h. bevölkerungsunabhängigen Branchen ist die Beschäftigungsdynamik hingegen schwach. Dazu zählen nicht nur das verarbeitende Gewerbe, sondern auch frühere Wachstumstreiber wie die IT-Branche oder der Finanzsektor. Diese autonomen Branchen machen immerhin rund 40% der Schweizer Gesamtbeschäftigung aus. Der Ausblick für den Arbeitsmarkt ist deshalb trotzdem nach unten gerichtet. Insgesamt deutet kaum noch etwas auf ein Wachstum der Gesamtbeschäftigung hin, und die Arbeitslosenrate dürfte entsprechend weiter graduell steigen.

Währungen



PROGNOSE



* mit 100 multipliziert

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

EUR/CHF

Der Euro profitierte insbesondere in der ersten Augustwoche gegenüber dem Schweizer Franken von den vorerst gescheiterten Schweizer Zollverhandlungen mit den USA. Ab der zweiten Monats-hälfte liess die Dynamik allerdings nach und zu Monatsende resultierte nur noch ein Kursgewinn von 0.6%. Das liegt daran, dass die helvetische Valuta nach wie vor als sicherer Kapitalhafen gefragt ist. Die Gemeinschaftswährung wird ihrerseits weiterhin durch die im Vergleich zur Schweizerischen Nationalbank (SNB) deutlich höheren Leitzinsen der Europäischen Zentralbank (EZB) gestützt. Wir gehen daher auf Jahressicht von einer Seitwärtsbewegung des Währungspaares EUR/CHF aus.

USD/CHF

Angesichts der Abschwächung am amerikanischen Arbeitsmarkt hat die Notenbank Fed am Jackson-Hole-Treffen die Tür für eine Leitzinsenkung im September geöffnet. Der US-Dollar wertete derweil im August trotz des 39%-Zollhammers gegen die Schweiz zum Franken um 1.5% ab. Neben den gestiegenen Zinssenkungserwartungen in den USA ist die Hoffnung der Anleger auf einen Zoll-Deal zu besseren Konditionen mit ein Grund für die Aufwertung des Frankens. Zusätzlich wird der Dollar von der Inflationsgefahr durch die Zölle sowie Donald Trumps Attacken auf die Unabhängigkeit der Fed belastet. Unter dem Strich rechnen wir beim Währungspaar USD/CHF mit einer Seitwärtsbewegung.

EUR/USD

Im Nachgang zum Handelsdeal zwischen der Europäischen Union (EU) und den USA hat sich der Euro im vergangenen Monat gegenüber dem US-Dollar um 2.4% verteuert. Damit dürfte die Gemeinschaftswährung aber etwas nach oben überschossen haben. Das gilt umso mehr, da die EZB ihre Geldpolitik in den kommenden Monaten wohl noch etwas lockern dürfte, um so der schwächeren Wirtschaft unter die Arme zu greifen – auf Jahressicht erwarten wir zwei Zinssenkungen in Höhe von insgesamt 50 Basispunkten. Wir sehen das Devisenpaar EUR/USD deshalb mittelfristig leicht unter dem aktuellen Spotpreis, bei 1.15.

GBP/CHF

Die Bank of England (BoE) hat wegen der schrumpfenden Wirtschaft an ihrer August-Sitzung den Leitzins um 25 Basispunkte auf 4.0% reduziert. Die Inflation in Grossbritannien zeigt sich indessen nach wie vor hartnäckig – im Juli kletterte die Teuerung gar von 3.6% auf 3.8%, den höchsten Stand seit eineinhalb Jahren. Damit besteht perspektivisch nur wenig Spielraum für weitere Zinssenkungen. Entsprechend legte das Pfund Sterling im vergangenen Monat zum Schweizer Franken um 0.8% zu. Unserer Meinung nach ist auf Seiten der britischen Valuta momentan zu viel Negatives eingepreist. Wir prognostizieren den GBP/CHF-Kurs auf 12-Monatssicht bei 1.13.

JPY/CHF*

Der JPY/CHF-Kurs ist im August zeitweise bis auf 0.5511 geklettert. Per Monatsende stand ein Plus von 1.1% zu Buche. US-Finanzminister Scott Bessent hat derweil die Bank of Japan (BoJ) öffentlich gerügt, dass diese bei der Inflationsbekämpfung – die Kernteuerung lag im Juli bei 3.1% – «hinter der Kurve» agiere. Die Währungshüter dürften sich von der Kritik aus Washington allerdings nicht unter Druck setzen lassen. Wir erwarten angesichts der schwächeren Konjunktur eine sehr zögerliche Straffung ihrer Geldpolitik. Trotzdem sehen wir beim Yen Aufwertungspotenzial. Auf Jahressicht sehen wir diesen bei 0.61 Franken.

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	0.9	1.0
Eurozone	3.6	0.5	0.8	0.9	1.0
USA	2.5	2.9	2.8	1.5	1.3
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	3.0	3.3
China	2.0	0.2	0.2	0.2	0.5
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	4.00-4.25	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	0.24	0.30	0.40
EUR (Deutschland)	2.02	2.36	2.65	2.50	2.50
USD	3.88	4.57	4.07	4.20	4.30
JPY	0.61	1.09	1.60	1.40	1.20

Wechselkurse (Jahresende)

	2023	2024	Aktuell***	Prognose 3M	Prognose 12M
EUR/CHF	0.93	0.94	0.93	0.94	0.93
USD/CHF	0.84	0.90	0.80	0.82	0.81
JPY/CHF (x 100)	0.60	0.58	0.54	0.60	0.61
EUR/USD	1.10	1.04	1.17	1.15	1.15
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	67	68	70
Gold (USD/Unze)	2063	2625	3628	3550	3600

*Die BIP-Zahlen sind in ihrer Genauigkeit umstritten 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).

***08.09.2025

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	0.9	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

Domagoj Arapovic
Jonas Deplazes

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 Kotierungsinsert 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.