

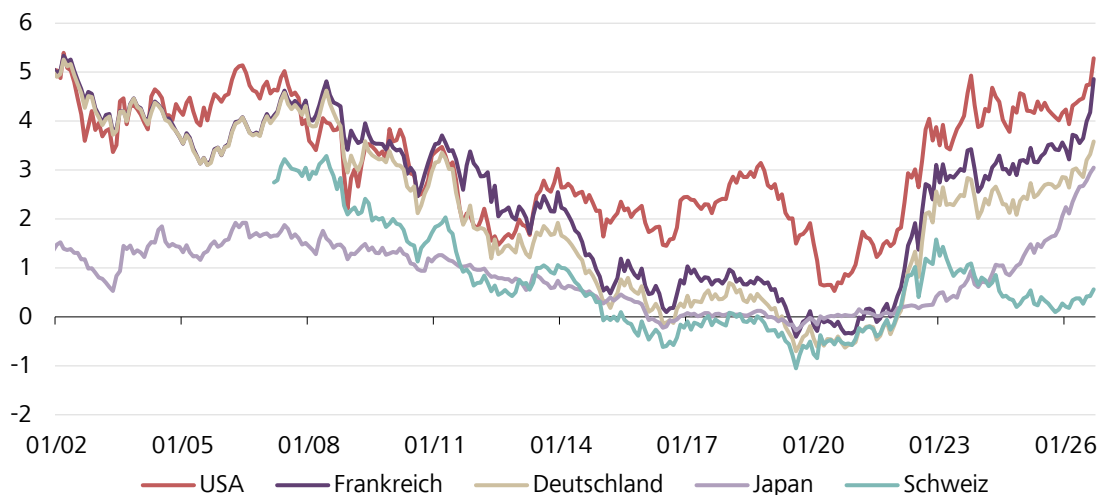
Konjunkturcheck

Die Schweizer Wirtschaft bleibt auf Erholungskurs. Zwar überzeichnen die letzten starken Wachstumszahlen den Konjunkturtrend. Und der Gegenwind von den hohen Energiepreisen bläst länger als erhofft. Dennoch bewegt sich die Wirtschaft mittlerweile nahe an ihrem Potenzialpfad. Obwohl die Inflation dabei komfortabel innerhalb des SNB-Zielbandes von 0%-2% bleibt, erscheint die stützende Nullzinspolitik der Nationalbank zunehmend unangemessener. Damit könnte sie bereits zum Jahresende das erste Mal an der Zinsschraube drehen.



CHART DES MONATS: ZINSAUSREISSE

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in %



Quelle: LSEG, Raiffeisen Economic Research

Die Schweiz ist ein Zinsausreisser, und zwar ein Ausreisser nach unten. Während in den anderen Industrieländern die Langfristzinsen in den letzten Jahren stark angestiegen sind, bewegen sich die Renditen für Eidgenössische Anleihen weiter auf einem sehr moderaten Niveau.

Lange Zeit konnte Japan in Punkto tiefer Langfristzinsen mithalten. Dies hat sich jedoch seit der Pandemie grundlegend geändert. Die Kombination aus mehreren Angebotspreisschocks, einer im Vergleich wesentlich lockeren Geldpolitik, und vor allem der damit zusammenhängenden massiven Abwertung der japanischen Währung, hat die Inflation und die Kapitalmarktzinsen nach Jahrzehnten schliesslich aus einem Dauertief wieder nach oben getrieben.

Auch in anderen Ländern ist der Zinsanstieg überwiegend dem Überwinden der Tiefinflations- und Tiefzinsperiode geschuldet. Die Erwartungen für höhere und länger höhere Leitzinsen erklären in Verbindung mit den aufgrund des er-

neuten Energiepreisschocks gestiegenen kurz- und mittelfristigen Inflationserwartungen den grössten Teil des Zinsanstiegs am langen Ende.

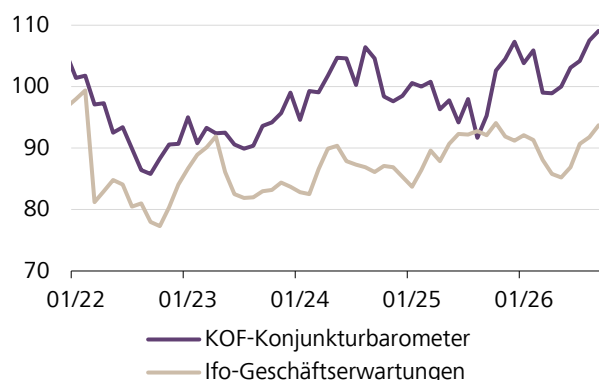
Einen bislang kleineren Anteil hat aber auch die steigende Unsicherheit über die Tragfähigkeit der Staatsschulden. Dies spiegelt sich in der sog. «Term premium» (Laufzeitprämie) wider. Die Laufzeitprämie entspricht der Differenz zwischen tatsächlicher Rendite einer Anleihe und den erwarteten künftigen Kurzfristzinsen. Die «Term premium» war während der langen Tiefzinsphase vorübergehend sogar negativ. Seit der Pandemie steigt die Prämie aber nicht zuletzt in den USA und in Frankreich aufgrund der erheblichen Verschlechterung der Finanzlage an. Der Zinsaufschlag bleibt im langfristigen Vergleich zwar noch unterdurchschnittlich. Ohne eine nachhaltige Budgetkonsolidierung dürfte der Trend aber weiter nach oben zeigen und zu einem höheren Zinsniveau beitragen. Für die Schweiz besteht diesbezüglich hingegen kaum Gefahr.

Konjunktur



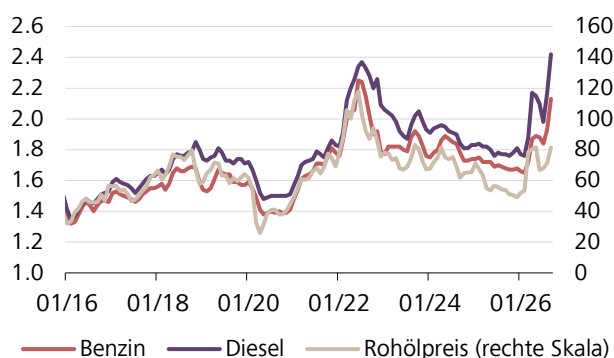
ZUVERSICHTLICHERE UNTERNEHMEN

Geschäftsklima-Indizes



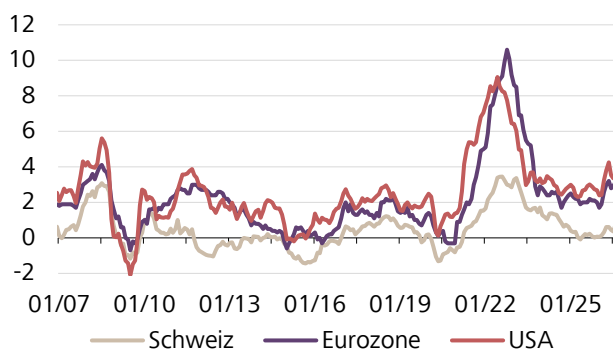
SCHWEIZER ENERGIEPREISE

In CHF je Liter



KONSUMENTENPREISE

In % gegenüber Vorjahr



Europäische Wirtschaft bleibt resilient

Die europäische Wirtschaft hat schwer unter der Ukraine-Energiekrise gelitten. Nach diesen Erfahrungen waren die Befürchtungen gross, dass der Iran-Konflikt die Konjunktur erneut abwürgt. Die Unternehmens- und Konsumentenstimmung ist unmittelbar nach Kriegsbeginn auch eingeknickt. Die harten Konjunkturdaten zeigten sich im zweiten Quartal jedoch unbeeindruckt. Die Industrieproduktion und die Exporte konnten sogar an Fahrt aufnehmen. Dies gilt speziell für die Schweiz, auch wenn der volatile Pharmasektor rund die Hälfte zum sehr starken Quartalswachstum von 1.5% beigetragen hat. Die Unternehmensstimmung trotzte im September unerwartet auch der erneuten Intensivierung des Iran-Konflikts sowie der Trockenheit. Aufgrund der stärker als erwarteten Konjunkturdaten, sowie wegen zusätzlichen Aufwärtsrevisionen für das BIP-Wachstum in den Quartalen zuvor, haben wir unsere BIP-Prognosen für dieses Jahr sowohl für die Eurozone (neu 0.9%) als auch die Schweiz (neu 1.7%) spürbar angehoben – für die Schweiz in den Bereich des Potenzialwachstums.

Gegenwind bläst aber weiter

Ein Teil der Wachstumsstärke in diesem Jahr könnte jedoch «geborgt» sein. Das Schweizer Wachstum wird in diesem Jahr von einer aussergewöhnlich starken Dynamik im Pharmasektor gestützt. Ob sich dies fortsetzen lässt, ist fragwürdig, auch wegen Plänen für eine Verlagerung von Produktions- und Forschungskapazitäten in die USA. Darüber hinaus deuten Unternehmensausagen darauf hin, dass die lebhaftere Geschäftstätigkeit nach dem Ausbruch des Iran-Kriegs zumindest teilweise einer erhöhten Vorratsbeschaffung geschuldet ist, um Lieferkettenproblemen vorzubeugen. Diese Nachfrage kann künftig fehlen. Schliesslich hält der Gegenwind der höheren Energiepreise mit dem ungelösten Iran-Konflikt länger als erhofft an. Insbesondere der überproportionale Anstieg der Kraftstoffpreise belastet Unternehmen und Haushalte. Auch ohne einen Abbruch der Erholung gehen wir deshalb für nächstes Jahr wieder von einem moderateren BIP-Wachstum aus.

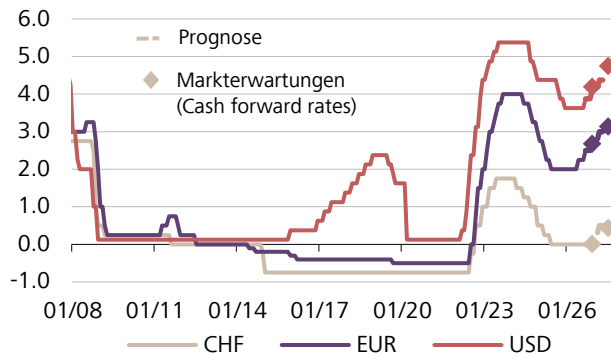
Energiepreisdruk bleibt hoch

Die resiliente Konjunktur dürfte auch zu einem hartnäckigeren Preisdruck beitragen. Zusammen mit den wiederholten Energiepreisspitzen, meldeten die Unternehmen im September wieder stärker steigende Einkaufs- und Verkaufspreise. Die Niveaus der Preiserwartungen bleiben zwar viel tiefer als die Rekordwerte vor vier Jahren, und auch unter den Hochs von diesem Frühling. Dennoch lassen die immer länger erhöhten Energiepreise die Wahrscheinlichkeit von gewissen indirekten Preiseffekten steigen. Die unterliegende Inflation dürfte in der Eurozone damit länger über dem EZB-Inflationsziel verharren. In der Schweiz bleibt der Preisdruck unverändert deutlich geringer. Aber auch hierzulande haben die Energiepreise die Inflation mittlerweile auf 1.0% angehoben. Und die unterliegende Inflation dürfte wegen des weniger starken Franken und dem Preisdruck aus dem Ausland allmählich nach oben tendieren. Dennoch dürfte die Kerninflation dabei nicht viel weiter als bis zur 1%-Marke vorstossen.

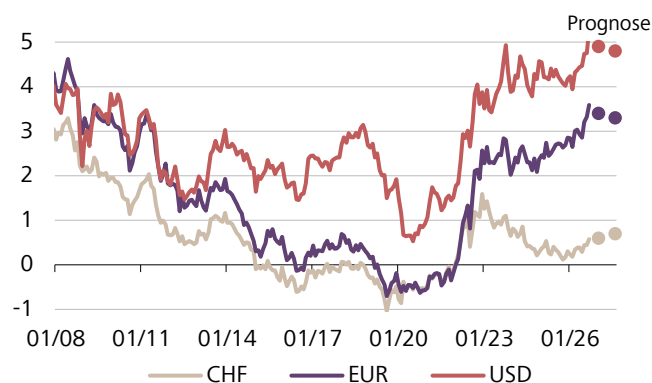
Zinsen



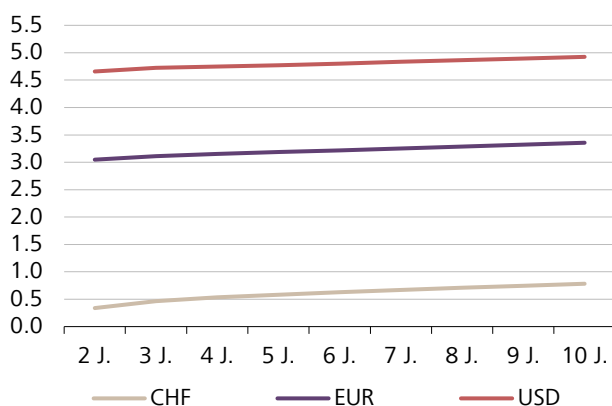
LEITZINSEN, IN %



10-JAHRES-STAATSANLEIHEN, IN %



ZINSKURVE (STAND: 08.10.2026), IN %



Fed will schneller zum Inflationsziel

In den USA hat die Fed die Leitzinsen das erste Mal seit 2023 wieder erhöht. Den warnenden Worten des neuen Fed-Vorsitzen den Kevin Warsh sind bei der September-Sitzung schnell Taten gefolgt. Die Kombination aus robuster Wirtschaft, geringen Fortschritten beim Rückgang der Inflation sowie dem Energiepreisschock, hat die Geduld der Notenbanker schliesslich überstrapaziert. Mit den höheren Zinsen will man das seit fünf Jahren verfehlte Inflationsziel schneller wieder erreichen. Das bisherige Zinsniveau wird von den Notenbankern mittlerweile auch nicht mehr als restriktiv bewertet und der neutrale Zins wird etwas höher geschätzt. Damit geht derzeit eine grosse Ausschussmehrheit bis Jahresende von noch einem weiteren Zinsschritt aus, und einem höheren Leitzinsniveau für längere Zeit. Auch wenn die US-Geldpolitik nun resoluter gegen die erhöhte Inflation vorgeht, bleiben die US-Zinsen am langen Ende erhöht.

EZB legt nach

Die EZB hat gleichzeitig bereits zum zweiten Mal reagiert. Die Notenbank sieht die Inflation wegen des weiter schwelenden Iran-Konflikts ebenfalls über einen längeren Zeitraum deutlich über dem Zielwert. Nach Aussage der EZB-Präsidentin wäre die Zinserhöhung auch bei einem günstigeren Verlauf der Energiepreise als notwendig erachtet worden. Die Hürde für eine weitere, massvolle Zinsanhebung erscheint damit tief. Für einen ausgeprägteren Straffungszyklus wie vor vier Jahren setzt die EZB aber nach wie vor ein schwerwiegenderes Szenario voraus, für das die Energiepreise nochmals viel stärker steigen müssten. Auch wir halten, mit mangelnden Fortschritten für eine Befriedung im Nahen Osten, noch zwei weitere kleine Zinsschritte für wahrscheinlich.

SNB-Fenster öffnet sich

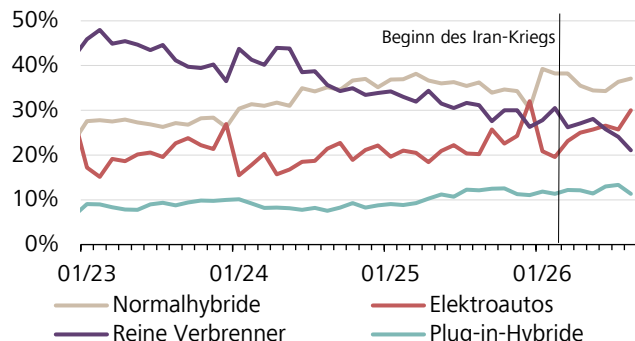
Die Schweizer Nationalbank hat an ihrer September-Sitzung hingegen wie erwartet am Nullzins festgehalten. Sie sah keinen Grund, die geldpolitische Ausrichtung anzupassen, um die Inflation im Bereich der Preisstabilität zu halten. Ungeachtet der preistreibenden Effekte der höheren Energiepreise und des schwächeren Franken, zweifelt SNB-Präsident Martin Schlegel nicht daran, dass die Inflation im SNB-Zielband von 0%-2% bleiben wird. Gleichzeitig präsentiert sich die Schweizer Wirtschaft widerstandsfähig und bewegt sich mittlerweile nahe an ihrem Potenzialpfad. Damit erscheint die unterstützende Nullzinspolitik zunehmend unangemessener. Bislang bleibt die SNB wegen der grossen Unsicherheit und der vorangegangenen langen Unterauslastung der Industriekapazitäten noch vorsichtig. Setzt sich die Konjunkturerholung aber fort, und kommt es nicht zu einer baldigen und diesmal nachhaltigen Korrektur der Energiepreise, könnte sich das Fenster für eine erste Zinserhöhung bereits bis zur nächsten Lagebeurteilung im Dezember weit genug öffnen. An den Zinsmärkten ist eine allmähliche Abkehr von der Nullzinspolitik für 2027 schon eingepreist, was sich auch bereits in moderat höheren CHF-Langfristzinsen niedergeschlagen hat.

Schweizer Branchen



NEUZULASSUNGEN PERSONENWAGEN

Anteile nach Antriebsart

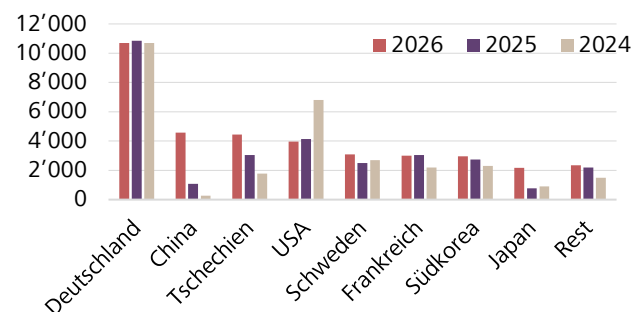


Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research



NEUZULASSUNGEN ELEKTROAUTOS

Nach Markenherkunft, Jan-Aug, kumuliert

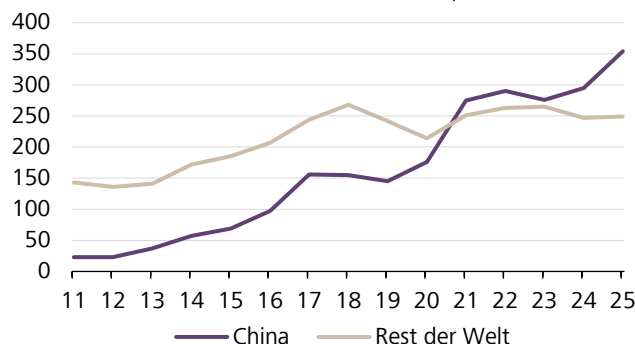


Quelle: Wattradar.ch, auto-schweiz, Raiffeisen Economic Research



INDUSTRIEROBOTIK

Neuinstallierte Industrieroboter nach Land, in Tausend



Quelle: International Federation of Robotics, Raiffeisen Economic Research

Der Wandel auf dem Automarkt beschleunigt sich

Die im Zuge des Iran-Krieges gestiegenen Benzinpreise haben die relative Kostenposition von Elektroautos weiter verbessert. Gleichzeitig ist das Angebot attraktiver geworden. Die Modellpalette ist breiter und reicht zunehmend in günstigere Preissegmente. Vor diesem Hintergrund hat die Nachfrage nochmals angezogen. Im August betrug der Anteil der E-Autos an den Neuzulassungen 30%. Ähnlich hohe Werte gab es bisher nur zum Jahresende, wenn die Importeure jeweils zusätzliche E-Autos immatrikulieren, um ihre CO₂-Flottenziele zu erreichen. Der Sommer 2026 markiert eine wichtige Wegmarke, denn erstmals wurden über mehrere Monate deutlich mehr E-Autos als reine Verbrenner neu zugelassen. Im Fahrzeugbestand vollzieht sich der Wandel naturgemäss langsamer; dort liegt der Anteil der Elektroautos erst bei rund 5%.

Chinas Aufstieg in strategischen Technologiefeldern

Der grösste Anteil an den neu zugelassenen E-Autos entfällt nach wie vor auf deutsche Marken. Die aktuelle Wachstumsdynamik geht jedoch weitgehend an ihnen vorbei. Von der zusätzlichen Nachfrage profitieren vor allem chinesische Hersteller. Diese sind erst seit 2024 stärker in der Schweiz präsent und tragen seither mehr als die Hälfte zum Marktwachstum bei. Damit stellen sie bereits fast jedes achte neu zugelassene E-Auto.

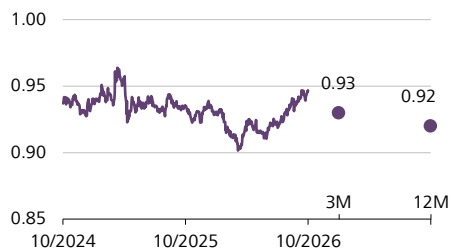
Die Entwicklung in der Schweiz ist Teil eines weltweiten Trends. Der Aufstieg chinesischer Automarken beruht dabei auf wettbewerbsfähigen Preisen, einer starken Position in der Batterietechnologie und umfangreicher staatlicher Förderung. Als Reaktion auf die chinesischen Subventionen führte die EU 2024 Ausgleichszölle ein. Den Vormarsch chinesischer E-Autos haben diese jedoch kaum gebremst.

Die Elektromobilität ist nur eines von mehreren strategischen Technologiefeldern, in denen China eine führende Position aufgebaut hat. Ein ähnliches Zusammenspiel aus staatlicher Förderung, grossem Heimatmarkt und schneller Skalierung zeigt sich etwa in der Robotik. Mittlerweile entfallen knapp 60% der weltweit neu installierten Industrieroboter auf China. Bei humanoiden Robotern, deren Markt noch ganz am Anfang steht, stammen fast 90% der ausgelieferten Einheiten von chinesischen Herstellern. Das Beispiel steht für eine breitere Entwicklung: China tritt zunehmend auch in der Hightech-Industrie als starker Wettbewerber auf und setzt die bisher führenden Anbieter aus anderen Ländern unter Druck. Für die Schweiz gilt es deshalb, ihre Stärken in Forschung und Innovation noch gezielter zu nutzen. Die Robotik ist dafür ein gutes Beispiel: Hier kann sie auf ein kleines, aber hochinnovatives Ökosystem bauen. Mehr dazu und zum Potenzial humanoider Roboter finden Sie in unserer aktuellen [Studie](#) zur Robotik.

Währungen

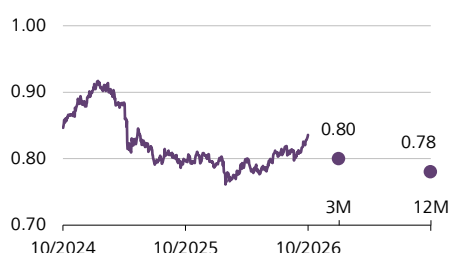


PROGNOSE



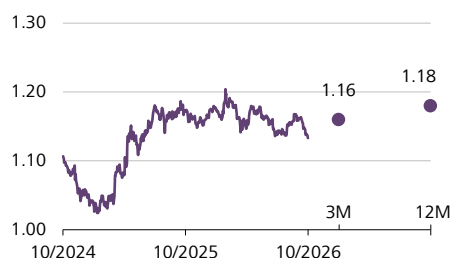
EUR/CHF

Der Euro befand sich zum Schweizer Franken auch im September in einem Höhenflug. Er kletterte im abgelaufenen Monat bis auf 94.86 Rappen. Das ist der höchste Stand seit 18 Monaten. Grund ist der fortgeschrittene Zinszyklus der Europäischen Zentralbank (EZB). Durch diese Zinserhöhungen hat sich die Zinsdifferenz zu Gunsten des Euro entwickelt. Weitere Leitzinserhöhungen dürften folgen. Da wir bis Ende Jahr nun auch in der Schweiz mit einer Zinserhöhung rechnen, dürfte sich die Zinsdifferenz nicht weiter ausweiten. Wir halten deshalb an unserer Prognose von 0.93 und 0.92 fest.



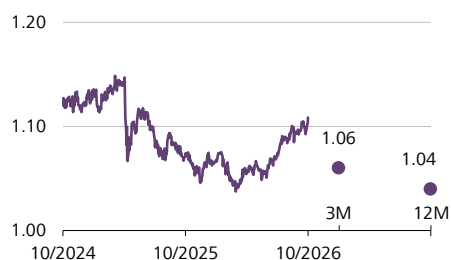
USD/CHF

Der US-Dollar hat gegenüber dem Schweizer Franken im September um 3.3% zugelegt und notiert auf dem höchsten Stand seit Mai 2025. Geholfen hat die von der US-Notenbank Fed eingeleitete Zinswende, welche die Zinsdifferenz zu Gunsten des Greenback beeinflusst. Zudem zeigt sich die US-Konjunktur trotz anhaltend hoher Inflation sehr robust. Wir gehen allerdings davon aus, dass die jüngste Bewegung etwas zu stark ausgefallen ist und erwarten auf 3 und 12 Monate einen leicht schwächeren Dollar.



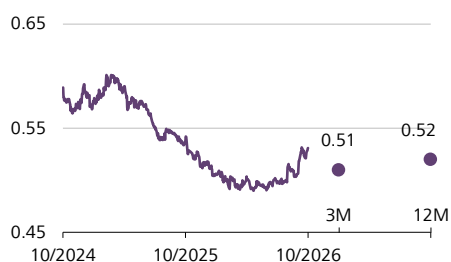
EUR/USD

Die aktuelle Dollarstärke ist unseres Erachtens etwas zu ausgeprägt. Der Greenback hat sich gegenüber dem Euro um 2.5% aufgewertet. Die Seitwärtsbewegung des Währungspaares droht damit in einen Abwärtstrend überzugehen. Aufgrund der nach wie vor stark steigenden US-Staatsschulden und der geopolitischen Unsicherheiten, gehen wir aber nicht von einem anhaltenden Trend aus. Bis Ende Jahr sehen wir den EUR/USD-Kurs bei 1.16, auf Jahressicht bei 1.18.



GBP/CHF

Das britische Pfund hat seinen im Frühling eingeleiteten Aufwärtstrend auch im September fortgeführt. Gegenüber dem Schweizer Franken resultiert ein Plus von 1.2%. Mit einem Kursniveau von 1.108 notiert das Pfund so hoch wie zuletzt im Juni 2025. Die Aufwertung erfolgte, obwohl die Bank of England ihre Leitzinsen zuletzt unverändert belassen hat. Die hohe Inflationsrate von 3.1% sowie eine schwächelnde Konjunktur sprechen fundamental gegen eine weitere Aufwertung. Aus diesem Grund prognostizieren wir mittelfristig ein gegenüber dem Franken schwächeres Pfund.



JPY/CHF*

Der japanische Yen bleibt hoch im Kurs. Gut 4% hat er im September gegenüber dem Franken zugelegt. Der lange anhaltende Abwärtstrend scheint gebrochen und die japanische Valuta befindet sich gar wieder in einem leichten Aufwärtstrend. Dieser wurde getrieben von einer Reihe von Zinserhöhungen der Bank of Japan, zuletzt von 1.0% auf 1.25%. Der Markt rechnet mit weiteren Zinsschritten. Die Aufwertung des Yen nimmt unseres Erachtens bereits viel vorweg. Weil auch die Konjunktorentwicklung etwas stottert, erwarten wir eher eine Seitwärtsbewegung.

* mit 100 multipliziert

Quellen: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz Economic Research

Raiffeisen Prognosen (I)



KONJUNKTUR

BIP (Durchschnittliches jährliches Wachstum in %)

	2023	2024	2025	Prognose 2026	Prognose 2027
Schweiz (Sportevent-bereinigt)	1.4	1.3	1.8	1.7	1.3
Eurozone	0.6	1.0	1.3	0.9	1.2
USA	2.9	2.8	2.1	2.1	2.0
China*	5.2	5.0	5.0	4.0	4.0
Japan	0.7	-0.2	1.2	0.7	0.8
Global (PPP)	3.5	3.3	3.2	3.0	3.0

Inflation (Jahresdurchschnitt in %)

	2023	2024	2025	Prognose 2026	Prognose 2027
Schweiz	2.1	1.1	0.2	0.7	1.1
Eurozone	5.5	2.4	2.1	3.0	2.6
USA	4.1	3.0	2.7	3.4	2.7
China	0.2	0.2	0.1	1.1	1.3
Japan	3.3	2.7	3.2	2.2	2.5



FINANZMÄRKTE

Leitzinsen (Jahresende in %)**

	2024	2025	Aktuell***	Prognose 3M	Prognose 12M
CHF	0.50	0.00	0.00	0.25	0.50
EUR	3.00	2.00	2.50	2.75	3.00
USD	4.25-4.50	3.50-3.75	3.75-4.00	4.00-4.25	4.25-4.50
JPY	0.25	0.75	1.25	1.50	1.75

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

	2024	2025	Aktuell***	Prognose 3M	Prognose 12M
CHF	0.27	0.28	0.53	0.60	0.70
EUR (Deutschland)	2.36	2.85	3.51	3.40	3.30
USD	4.57	4.17	5.33	4.90	4.80
JPY	1.09	2.06	3.10	2.90	2.80

Wechselkurse (Jahresende)

	2024	2025	Aktuell***	Prognose 3M	Prognose 12M
EUR/CHF	0.94	0.93	0.93	0.93	0.92
USD/CHF	0.90	0.79	0.83	0.80	0.78
JPY/CHF (x 100)	0.58	0.51	0.53	0.51	0.52
EUR/USD	1.04	1.17	1.12	1.16	1.18
GBP/CHF	1.14	1.07	1.10	1.06	1.04

Rohstoffe (Jahresende)

	2024	2025	Aktuell***	Prognose 3M	Prognose 12M
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	75	61	104	105	85
Gold (USD/Unze)	2'625	4319	4'129	4'500	5'000

*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).

***08.10.2026

Raiffeisen Prognosen (II)



SCHWEIZ – DETAILPROGNOSEN (SPORTEVENT-BEREINIGT)

	2022	2023	2024	2025	Prognose 2026	Prognose 2027
BIP, real, Veränderung in %	3.5	1.4	1.3	1.8	1.7	1.3
Privater Konsum	4.9	1.3	2.1	1.7	1.3	1.3
Staatlicher Konsum	-0.6	1.2	2.0	-0.6	1.9	0.9
Ausrüstungsinvestitionen	4.7	3.5	0.6	3.7	0.5	2.0
Bauinvestitionen	-6.9	-1.5	-1.4	2.9	2.4	1.7
Exporte	5.8	-1.1	3.3	3.4	3.7	2.7
Importe	6.6	1.6	3.4	5.8	1.0	3.0
Arbeitslosenquote in %	2.2	2.0	2.4	2.8	3.1	3.1
Inflation in %	2.8	2.1	1.1	0.2	0.7	1.1

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.