

Konjunktur-Update 4. Quartal 2025

Brian Mandt, Chefökonom

Die Weltwirtschaft hat sich allen Widrigkeiten zum Trotz in den letzten Monaten bislang solide entwickelt. Gleichzeitig deuten die meisten Konjunkturdaten auch für die nächsten Quartale auf ein robustes Wachstum in den Industrieländern hin. Positive Impulse gehen dabei von den vergangenen Leitzinssenkungen aus. Davon profitiert vor allem die Binnennachfrage. Zusätzlich stützen öffentliche Stimulierungsmassnahmen beispielsweise in den USA und Deutschland die Wirtschaft. Das ist auch nötig, da von den gestiegenen US-Zöllen dämpfende Effekte auf die Konjunktur ausgehen. Eine Verschärfung der Handelspolitik sehen wir auch weiterhin als das grösste Abwärtsrisiko für die konjunkturelle Entwicklung.

Weltwirtschaft hält sich wacker

Seit Donald Trumps Amtsantritt als Präsident der USA ist es klar: es gibt keine Klarheit. Der handelspolitische Wirrwarr hält an. Zwar konnte Trump sich mit einigen Staaten und Regionen wie Japan, dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union (EU) auf Rahmenbedingungen im bilateralen Handel einigen. Doch meist handelt es sich um politische Absichtserklärungen und nicht um weitreichende Handelsabkommen. Zudem sind selbst die Absichtserklärungen nicht von Dauer und werden je nach Stimmungslage des US-Präsidenten wieder aufgehoben. Mit gewichtigen Handelspartnern wie China halten die Handelsgespräche der US-Regierung noch an. Andere Länder wie z.B. die Schweiz wurden seit August mit einem hohen Zollsatz belegt. Doch auch dieser ist nicht in Stein gemeisselt. Das Zollgetöse aus den USA hält also noch an. Doch die Weltwirtschaft wuchs bis dato moderat weiter und erwies sich damit als widerstandsfähiger als gedacht.

Wirkung der gestiegenen Zölle auf Realwirtschaft lässt noch auf sich warten

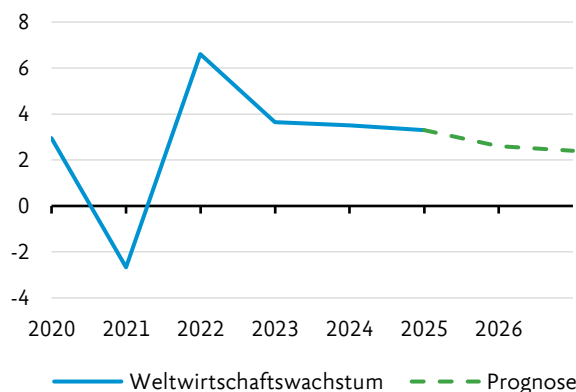
Die gestiegenen Zölle werden sich jedoch nach und nach auf die Realwirtschaft der USA und ihrer Handelspartner auswirken. Das Hin und Her bei den Zöllen hat bereits die Investitionsfreude der Unternehmen in den USA und in anderen Ländern gedämpft. Rascher zeigen sich die Zolleffekte an der Preisfront in den USA. So stiegen die Konsumentenpreise von einigen Gebrauchsgütern wie Geschirrspülern und Waschmaschinen, die einen hohen Importanteil haben. Hält der Preisanstieg an, wird das die Kaufkraft der US-Konsumenten reduzieren und den Konsum beeinträchtigen. Umgekehrt könnte es in Ländern und Regionen wie in der Schweiz und im Euroraum zu disinflationären Effekten kommen. Davon würde der private Konsum in diesen Staaten profitieren.

Zentralbanken warten ab

Insgesamt können wir allerdings noch keine klaren Aussagen dazu machen, wie schädlich die gestiegenen Zölle für die einzelnen Volkswirtschaften und damit die Weltwirtschaft sein werden. Dieses Problem haben auch die Notenbanker. Das kommt beispielsweise in den Sitzungsprotokollen der Notenbanken der USA (Fed) und des Euroraums (EZB) zum Ausdruck. Innerhalb der Fed ist z.B. strittig, ob die höheren Zölle die Inflation nur vorübergehend oder dauerhaft anheben werden. Auch die realwirtschaftlichen Wirkungen lassen sich zum jetzigen Zeitpunkt nur schwer abschätzen. Das geldpolitische Navigieren wird auch dadurch erschwert, dass die Qualität der publizierten Konjunkturdaten nachgelassen hat. Die Anfälligkeit für teilweise deutliche Revisionen ist gestiegen. Daher heisst es bei den Zentralbanken vorerst, Ruhe bewahren. Wir gehen jedenfalls davon aus, dass die Notenbanken nicht in eine Zinssenkungsspirale verfallen werden. Zumal auch die Inflation allmählich wieder zunehmen dürfte.

Weltwirtschaft wächst moderat weiter

Bruttoinlandsprodukt, preisbereinigt, in % zum Vorjahr



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv

Globale Wirtschaft wächst moderat

Insgesamt erwarten wir, dass die Weltwirtschaft dieses Jahr an Fahrt verliert. Nachdem sie 2024 um 3 % gegenüber dem Vorjahr gestiegen ist, dürfte sich das Wachstum dieses Jahr auf 2.6 % verlangsamen. Vor allem die Abschwächung der US-Wirtschaft und der Wirtschaft Chinas macht sich dabei bemerkbar. Für 2026 erwarten wir ein globales Wirtschaftswachstum von 2.4 %. Die Abwärtsrisiken haben aber zugenommen. Wir sehen sie vor allem darin, dass sich die Handelspolitik verschärft. Darüber hinaus dürfte ein anhaltender Anstieg der Zinsen die Wirtschaft beeinträchtigen. Aufwärtsschancen liegen dagegen insbesondere in einer expansiven Fiskalpolitik Deutschlands, Chinas und der USA.

Schweiz trotz den US-Zöllen

Die Schweizer Wirtschaft entwickelt sich trotz höherer US-Zölle positiv. Dennoch wird es Schleifspuren geben. Insbesondere die auf die USA ausgerichtete Exportindustrie dürfte unter den höheren US-Zöllen leiden. Als Fels in der Brandung sehen wir in diesem Umfeld den privaten Konsum, der sich weiter erholen sollte. Auch der Dienstleistungssektor dürfte in den kommenden Quartalen positiv zum Wirtschaftswachstum beitragen. Per Saldo erwarten wir somit ein moderates Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Leistung für die nächsten Quartale.

Verzerre Wirtschaftsleistung im 1. Halbjahr

Die Schweizer Wirtschaft hat im 2. Quartal an Fahrt verloren. Preis- und saisonbereinigt wuchs das Bruttoinlandsprodukt (BIP) um 0.1 % gegenüber dem 1. Quartal, wobei der Anstieg im 1. Quartal leicht auf 0.4 % nach unten revidiert wurde. Grund für die Abschwächung war, dass die Wertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe um 2.4 % zum Vorquartal schrumpfte. Vor allem die chemisch-pharmazeutische Industrie verzeichnete mit -4.8 % einen markanten Rückgang, der das BIP nach unten verzerrte. Hierbei handelte es sich um einen negativen Rückpralleffekt, denn im 1. Quartal nahm die Wertschöpfung noch um 6.6 % zu. Dies basierte auf Vorzieheffekten im Zusammenhang mit der US-Zollpolitik. Positive Impulse gingen im 2. Quartal dagegen von der Binnennachfrage aus. So nahmen der private Konsum und der Staatsverbrauch zu. Dagegen verringerten sich die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen. Auch die Importe mussten Federn lassen.

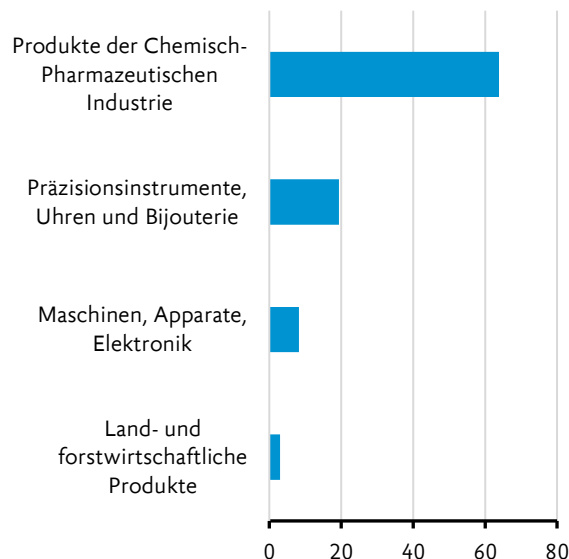
US-Zollgewitter entlädt sich auf Schweiz

Die Trump-Administration hat der Schweiz einen hohen Zollsatz aufgebrummt. Auf Importgüter in die USA mit Ursprung Schweiz gilt seit dem 7. August ein Zollsatz von 39 %. Der Zusatzzoll gilt zusätzlich zu bereits bestehenden Zöllen, wie die von 50 % auf Stahl- und Aluminiumimporte. Ausnahmen gelten weiterhin u.a. für Halbleiter, bestimmte Elektronikgeräte sowie Pharma- und Chemieprodukte. Letztere machen jedoch den Löwenanteil an den Güterexporten in die USA aus. Zudem profitiert die Schweiz von einer hohen Dichte an Nischenherstellern im Verarbeitenden Gewerbe. Diese auch als «hidden champions» bezeichneten Unternehmen können mit höheren Zöllen besser umgehen als Hersteller von Gütern, die sich durch billigere Produkte substituieren lassen.

ten Unternehmen können mit höheren Zöllen besser umgehen als Hersteller von Gütern, die sich durch billigere Produkte substituieren lassen.

Exporte in die USA konzentrieren sich auf wenige Güter

Exporte in die USA in % der gesamten Schweizer Güterexporte



Quelle: Luzerner Kantonalbank, BAZG

Nichtsdestotrotz wird die Wirtschaft Schleifspuren davontragen. Allerdings halten wir es für wahrscheinlich, dass in den laufenden Verhandlungen mit der US-Administration die meisten Zölle bis Ende des Jahres auf 15 % gesenkt werden können. Der wichtigste Absatzmarkt für Schweizer Produkte ist jedoch Europa. Dort erholt sich die Inlandsnachfrage, wenn auch auf niedrigem Niveau. Von dieser Erholung werden auch die Schweizer Exporteure profitieren.

Privater Konsum als Konjunkturmotor

In der vom Zollstreit aufgewühlten See braucht es einen zuverlässigen Motor für den heimischen Konjunkturdampfer: Dieser ist der private Konsum. Angetrieben wird er durch einen robusten Arbeitsmarkt und steigende Reallöhne. So kletterte die Zahl der Erwerbstätigen im 1. Quartal um 0.3 % gegenüber dem Vorquartal bzw. 0.6 % im Vorjahresvergleich auf fast 5.4 Mio. Personen. Der Anstieg ging dabei von ausländischen Erwerbstätigen aus. Die Arbeitslosenquote hat sich in den letzten Monaten bei 2.9 % stabilisiert und befindet sich damit im historischen Vergleich auf niedrigem Niveau. Gleichzeitig nehmen die nominalen Löhne zu. Ein Indikator hierfür sind die Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer, die im 2. Quartal um 1.5 % gegenüber dem Vorjahr stiegen. Da die Konsumentenpreise im gleichen Zeitraum stagnierten, nahmen sie auch real (preisbereinigt) um 1.5 % zu.

Unternehmen wollen investieren

Aufgrund der Unwägbarkeiten im Zusammenhang mit der US-Zollpolitik dürften sich Unternehmen mit Investitionen dieses Jahr zwar zurückhalten. Wir erwarten jedenfalls nur einen verhaltenen Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen.

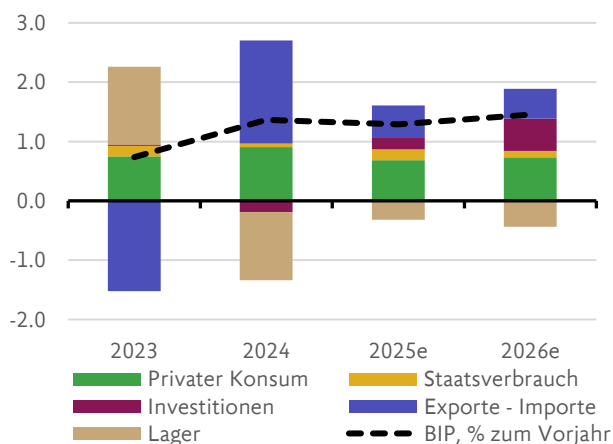
Doch für 2026 ist die Investitionsbereitschaft von Unternehmen hoch. Darauf deutet die jüngste KOF Investitions-umfrage hin. 28 % der vom KOF befragten Unternehmen planen eine Erhöhung der Ausrüstungsinvestitionen und 29 % eine Zunahme bei den Bauinvestitionen. Gleichzeitig sinkt der Anteil jener, die mit Investitionsrückgängen rechnen – auf je 14 %. Dieser positive Ausblick wird vor allem von Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes und des Dienstleistungssektors getragen.

Schweiz wächst moderat weiter

Insgesamt lässt sich zusammenfassen, dass der US-Zollsatz von 39 % insbesondere die auf die USA ausgerichtete heimische Exportindustrie beeinträchtigen wird. Die Gesamtwirtschaft dürfte in den nächsten Quartalen daher langsamer wachsen. Doch von einer drohenden Rezession kann wegen der weiterhin robusten Binnennachfrage keine Rede sein. Wir rechnen daher damit, dass die Wirtschaftsleistung dieses Jahr um real 1.3 % gegenüber dem Vorjahr wachsen wird. 2026 dürfte das Wachstum 1.5 % betragen.

Binnenwirtschaft bleibt wichtiger Wachstumsträger

Beiträge zum Bruttoinlandsprodukt, in Prozentpunkten
e=LUKB-Prognose



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv

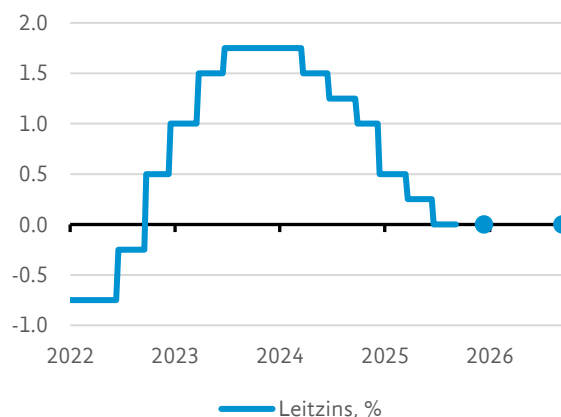
Inflation bleibt niedrig und SNB wartet ab

Die Inflationsrate befindet sich weiterhin auf niedrigem Niveau. Doch immerhin liegt die Teuerungsrate wieder im positiven Bereich, nach einem kurzen Ausflug in negatives Terrain im Mai dieses Jahres. Im August stagnierte die Inflationsrate bei 0.2 %. Die Kerninflation ohne Energie und einige andere volatile Komponenten fiel auf 0.7 %. Wir erwarten, dass die Teuerungsrate in den nächsten Monaten steigen wird. Grund hierfür sind u.a., dass positive Basiseffekte aus dem Vorjahr auslaufen. Darüber hinaus dürften die Dienstleistungspreise noch längere Zeit auf erhöhtem Niveau bleiben. Mit Blick auf die Inflationsentwicklung nimmt der Druck auf die SNB damit ab, den Leitzins an den nächsten Sitzungen zu senken. Wir rechnen daher damit, dass sie ihn bei 0 % belassen wird. Sollte es allerdings zu einer Kontraktion der Wirtschaft in Folge der verschärften Handelspolitik mit den USA kommen und Deflation drohen, halten wir es

für wahrscheinlich, dass die SNB den Leitzins weiter reduziert.

SNB dürfte Leitzins bei 0 % belassen

Punkte = Prognose



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv

Makroprognosen Schweiz

	2024	2025e	2026e
BIP, real, % ggü. Vj.	1.4	1.3	1.5
Inflationsrate, %	1.1	0.2	0.7
	Aktuell	3M	12M
Leitzins, %	0.00	0.00	0.00

e = Prognose

Luzerner Wirtschaft mit guter bis befriedigender Geschäftslage

Die Geschäftslage im Kanton Luzern war Anfang Juli aus Sicht der Unternehmen noch «gut» bis «befriedigend». Hierbei verzeichneten die befragten Unternehmen aus der Industrie und dem Detailhandel eine «befriedigende» Geschäftslage für das 2. Quartal. Die Einschätzung blieb somit gegenüber dem 1. Quartal unverändert. Dagegen hat sich die Lagebeurteilung im Bau- und Gastgewerbe aufgehellt. Beide Bereiche bezeichneten ihre Geschäftslage als «gut». Bis zum Jahresende erwarten die befragten Unternehmen per Saldo wenig Dynamik.

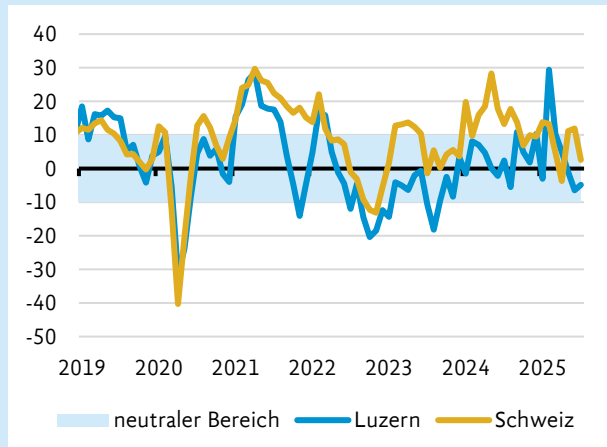
Industrie mit befriedigenden Aussichten

Die Industrieunternehmen im Kanton Luzern beurteilten ihre Geschäftslage Anfang Juli überwiegend als «befriedigend». Damit blieb die Lagebeurteilung im Vergleich zu April unverändert. Die Industrie ist im Vergleich zu anderen Wirtschaftsbereichen stärker auf den Aussenhandel ausgerichtet. So verwundert es wenig, dass die Unsicherheiten rund um den Zollstreit mit den USA die Einschätzung zur internationalen Wettbewerbsfähigkeit trübten. So berichteten 21 % der befragten Betriebe, dass

sich ihre Wettbewerbsposition ausserhalb der EU verschlechtert hat. Schweizweit sind es sogar 24 % der Industrieunternehmen, die eine schwindende Wettbewerbsfähigkeit beklagen. Anzeichen für einen baldigen Aufschwung nehmen die Befragten kaum wahr.

Geschäftserwartungen der Industrie

Industrie: Geschäftslage, erwartete Änderung nächste 6 Monate
%-Saldo



Insgesamt erwarten die Luzerner Industriebetriebe, dass die Geschäftslage bis zum Jahresende unverändert bleibt. Dennoch gibt es auch Hoffnung, denn die Befragten erwarten, dass die Auftragseingänge und die Produktion zunehmen werden.

Detailhandel mit stabilen Aussichten

Die Luzerner Detailisten schätzten ihre Geschäftslage für das 2. Quartal «befriedigend» ein. Für das laufende Quartal rechnete der Luzerner Detailhandel unter dem Strich kaum mit Veränderungen ihrer Geschäftszahlen bezogen auf Umsatz, Verkaufspreise auf Bestellungen. Für die Zeit bis Dezember erwarten 82 % der Befragten eine unveränderte Geschäftslage. Eine verbesserte Geschäftslage erwarteten 14 %, und mit einer Verschlechterung rechneten 4 %. Das entspricht einem Saldo von 9 Punkten. Gesamtschweizerisch betrachtet waren die Erwartungen im Detailhandel ähnlich.

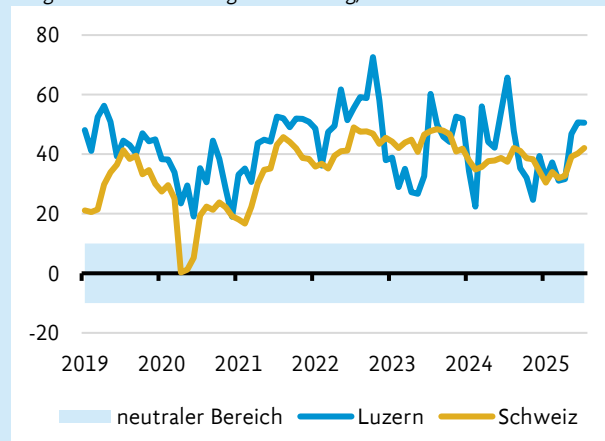
Bau ist positiv gestimmt

Dem Baugewerbe im Kanton Luzern geht es «gut». Zumindest ist das die Sicht der Mehrheit (55 %) der befragten Luzerner Bauunternehmen. Nur 4 % berichteten, dass ihre Geschäftslage «schlecht» sei. Per Saldo hat sich die Geschäftslage im 2. Quartal gegenüber dem 1. Quartal sogar verbessert. Hierzu trägt bei, dass der Auftragsbestand hoch ist. Die Reichweite der Auftragsbestände hat sich im Juli auf 6.3 Monate erhöht. Die Bautätigkeit befindet sich gemäss Umfrage bei den Baubetrieben auf dem höchsten Niveau seit Ende 2021. Da verwundert es wenig, dass die Nachfrage nach qualifizierten Arbeitskräften hoch ist. Entsprechend meldeten die Befragten, dass die Beschäftigtenzahl zu niedrig sei und der Mangel

an Facharbeitskräften damit weiterhin ein Produktionshemmnis ist. Auch in der Gesamtschweiz wurde die Geschäftslage im Juli per Saldo als «gut» beurteilt, wenn auch das Niveau etwas niedriger ist als im Kanton Luzern. Die Aussichten bis Ende des Jahres werden als stabil bezeichnet. Anders ausgedrückt heisst das, dass die Luzerner Bauunternehmen auch in den kommenden Monaten mit einer guten Geschäftslage rechnen.

Luzerner Bau ist optimistisch

Baugewerbe: Geschäftslage, Beurteilung, %-Saldo

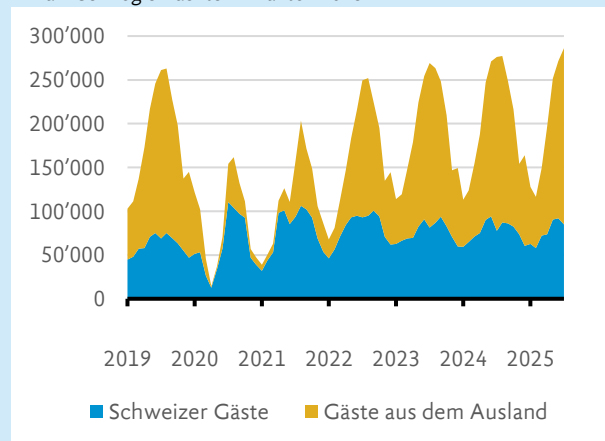


Gastgewerbe blickt optimistisch in die Zukunft

Die Optimisten im Luzerner Gastgewerbe haben mit Blick auf die Geschäftslage und die Erwartungen die Oberhand. Beide werden als «gut» eingestuft. Im Vergleich zur letzten Umfrage im April hat sich die Einschätzung zur Geschäftslage damit deutlich verbessert. Damals wurde sie als «befriedigend» eingestuft. Die gute Stimmung im Luzerner Gastgewerbe erklärt sich u.a. durch die positive Entwicklung im Tourismus. Allein im Juli betrug die Zahl der Logiernächte im Kanton Luzern fast 154'300. Damit stiegen die Logiernächte um 3.7 % gegenüber dem Vorjahr. Zudem wird das Niveau von Juli 2019 vor Ausbruch der Corona Pandemie um 9.5 % übertroffen.

Luzern ist ein attraktives Reiseziel

Anzahl der Logiernächte im Kanton Luzern



Für das laufende Halbjahr erwartet das Luzerner Gastgewerbe, dass sich die Geschäftslage verbessern wird. Hierbei rechnen die Befragten mit einer Zunahme der Nachfrage, der Beschäftigtenzahl und der Verkaufspreise. Ähnlich optimistisch blickt das gesamtschweizerische Gastgewerbe in die wirtschaftliche Zukunft.

Euroraum erholt sich allmählich

Die Wirtschaft im Euroraum erholt sich langsam, aber stetig. Das trifft vor allem auf die Binnenwirtschaft zu. Diese profitiert einerseits von steigenden Realeinkommen. Andererseits wirken die vergangenen Zinssenkungen der EZB stützend. Zusätzlich gehen von den höheren Ausgaben der Mitgliedsländer für Rüstung und Verteidigung sowie den Massnahmen einiger Staaten zur Stimulierung der Wirtschaft positive Impulse aus.

Inlandsnachfrage erholte sich im 1. Halbjahr

Im 2. Quartal hat sich das Wirtschaftswachstum im Euroraum zwar deutlich verlangsamt. Im Vorquartalsvergleich stieg das reale BIP um 0.1 %, nach 0.6 % im 1. Quartal. Doch die Ergebnisse sind verzerrt. Im 1. Quartal profitierten die Exporte von Vorzieheffekten im Zusammenhang mit den höheren US-Zöllen. Im 2. Quartal blieben die Vorzieheffekte aus. Die Exporte fielen und dämpften damit das BIP. Dagegen erwies sich die Inlandsnachfrage im 1. Halbjahr als konstant gut. Der private Konsum entwickelte sich positiv und – besonders erfreulich – die Investitionen in Ausrüstungen legten deutlich zu. Im 2. Quartal nahmen sie kräftig um 0.8 % im Vorquartalsvergleich zu, der stärkste Zuwachs seit dem 1. Quartal 2023.

Konsum bleibt wichtigster Wachstumsmotor

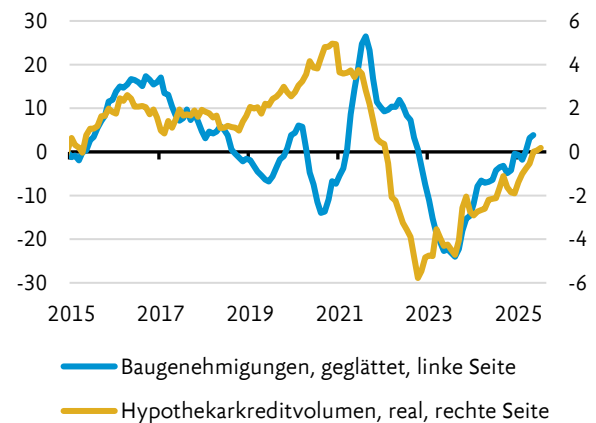
Anhaltende Zuwächse bei Beschäftigung und Löhnen sowie eine nachlassende Inflation dürften zu einem weiteren Anstieg des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte beitragen und den privaten Konsum damit stützen. Die Beschäftigung im Euroraum nimmt jedenfalls zu, auch wenn die Dynamik moderat ist. Im 2. Quartal stieg die Zahl der Erwerbstätigen um 0.1 % gegenüber dem Vorquartal bzw. 0.7 % gegenüber dem Vorjahr. Wir gehen davon aus, dass sich das Beschäftigungswachstum in den nächsten Quartalen moderat fortsetzen wird. Gleichzeitig ist das Lohnwachstum mit knapp 4 % im Vorjahresvergleich kräftig. Da die Inflationsrate zuletzt bei 2.1 % lag, hat auch die reale Kaufkraft der Konsumenten deutlich zugelegt. Das Lohnwachstum dürfte sich in den kommenden Quartalen zwar etwas verlangsamen. Jedoch erwarten wir weiterhin deutliche Zuwächse, da der Arbeitsmarkt eng bleiben dürfte.

Das Umfeld für Investitionen verbessert sich

Auch die Investitionen dürften sich in den kommenden Quartalen erholen. Das Klima für Bauinvestitionen hat sich jedenfalls verbessert. Das verfügbare Realeinkommen der

privaten Haushalte steigt und gleichzeitig haben sich die Bedingungen für Kredite erholt. In der EZB-Umfrage zur Kreditvergabe im Euroraum meldeten die Banken im Juli einen weiteren deutlichen Anstieg der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten. Damit einhergehend ist auch das Volumen der Hypothekenkredite gestiegen. Die Zahl der Baugenehmigungen hat zugenommen und deutet auf einen positiven Trend bei den Bauinvestitionen hin.

Baugenehmigungen tendieren nach oben



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv

Die Investitionen in Ausrüstungen, wie in Fahrzeuge und Maschinen, nehmen auch zu. Die Unsicherheiten vor allem in Bezug auf die US-Handelspolitik dämpfen allerdings die Investitionsfreude insbesondere in den auf den US-Export ausgerichteten Branchen. Zudem ist die Kapazitätsauslastung noch niedrig. Sie lag zuletzt mit knapp 78 % unter dem langjährigen Mittelwert von 80 %. Erst wenn die bestehenden Kapazitäten stärker ausgelastet werden, wird der Investitionsbedarf auch substantiell zunehmen. Immerhin hat die Nachfrage nach Krediten zugenommen, was ein Indiz für steigende Investitionen ist. Darüber hinaus könnten die erhöhten Verteidigungsausgaben sowie die Stimulierungsmassnahmen in Mitgliedsländern wie Deutschland Katalysatoren für eine positive Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen werden.

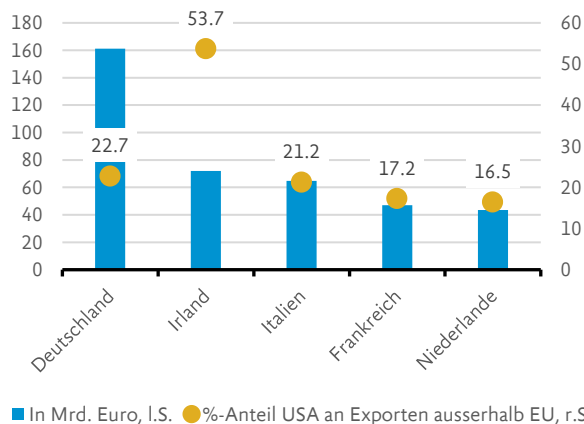
Ausser den USA gibt es noch andere wichtige Märkte

Die EU-Kommission erzielte mit der US-Administration einen Handelsdeal. Anfang August erklärten beide, dass der US-Einfuhrzollsatz auf die meisten EU-Güter 15 % betragen solle, wogegen die EU die Zölle auf alle importierten Industriegüter aus den USA vollständig abschaffen wolle. Rechtlich bindend ist diese Erklärung allerdings noch nicht. Trotz dieser Erklärung drohte US-Präsident Trump jüngst, Einfuhren aus der EU mit deutlich höheren Zöllen zu belegen. Er stösst sich daran, dass die EU die Marktmacht grosser Technologieunternehmen, die nun mal vor allem aus den USA kommen, z.B. durch Digitalsteuern oder strengeren Regulierungen einschränken möchte. Die höheren US-Zölle werden vor allem die Güterexporte in die USA beeinträchtigen. Innerhalb des Euroraums sind dabei einige Länder stärker gegenüber den USA exponiert als andere. Deutschland exportierte 2024 mit einem Volumen von 161 Mrd. Euro am

meisten in die USA. Das entsprach knapp 23 % aller deutschen Warenexporte ausserhalb der EU.

Güterexporte in die USA, 2024

Anteil der Extra-EU-Ausfuhren in %



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Eurostat

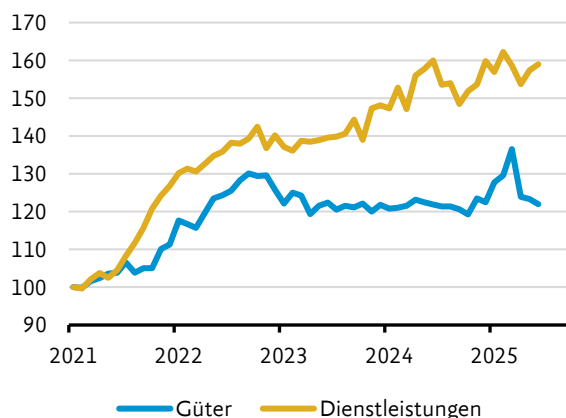
Noch stärker ist Irland exponiert. Der Anteil der US-Exporte beträgt sogar fast 54 %. Doch in der Verzweiflung über die hohen US-Zölle liegt auch eine Chance: Nämlich die Notwendigkeit, andere Exportmärkte zu erschliessen. So hat die EU-Kommission Anfang September die Ratifizierung eines über Jahrzehnte verhandelten Freihandelsabkommens mit den südamerikanischen Mercosur-Staaten auf den Weg gebracht. Durch die Abschaffung der hohen Mercosur-Zölle können EU-Exporteure beispielsweise jährlich über 4 Mrd. Euro an Zöllen einsparen. In wirtschaftlicher Hinsicht ergänzen sich die beiden Blöcke sogar sehr gut. Europa ist ein wichtiger Lieferant von Industriewaren, Mercosur ist als Exporteur von Rohstoffen und Agrarprodukten bedeutend.

Dienstleistungsexporte werden wichtiger

Beim Zollstreit der EU mit den USA, der ausschliesslich den Warenhandel betrifft, wird allerdings häufig übersehen, dass für die EU der internationale Handel mit Dienstleistungen in den letzten Jahren stetig an Bedeutung gewinnt.

Exporte ausserhalb der EU

Nominal, Januar 2021=100



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv

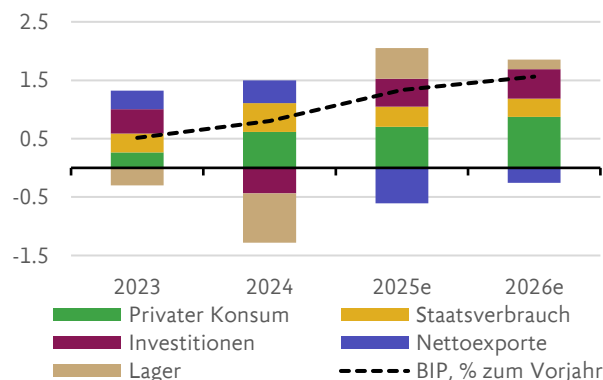
Seit 2021 stiegen die Dienstleistungsexporte um fast 60 %. Die Güterexporte nahmen im gleichen Zeitraum zwar um 20 % zu, doch seit 2023 stagnieren sie mehr oder weniger. Das Dienstleistungshandelsvolumen mit den USA kletterte bis 2024 auf fast 817 Mrd. Euro und liegt damit nur knapp unter dem Warenhandelsvolumen von 867 Mrd. Euro. Eine wichtige Rolle spielen dabei digital erbringbare Services wie Gebühren für die Nutzung von geistigem Eigentum oder digitale Unternehmensdienstleistungen. Wir gehen davon aus, dass sich der positive Trend in diesem Bereich des Handels in den nächsten Jahren fortsetzen wird.

Wirtschaft erholt sich

Abgesehen von den höheren US-Zöllen, die unmittelbar negativen Einfluss auf die Exporte in die USA haben, sehen wir einige wichtige positive Faktoren, die der Wirtschaft im Euroraum zur Erholung verhelfen dürften. Hierzu zählen die vergangene Lockerung der Geldpolitik sowie einige fiskalpolitische Impulse. Im Schlepptau einer binnenwirtschaftlichen Verbesserung erwarten wir, dass die Wirtschaft dieses Jahr um 1.3 % wachsen wird. 2026 könnte sie einen Zahn zulegen und um 1.5 % steigen.

Euroraum nimmt Fahrt auf

Beiträge zum Bruttoinlandsprodukt, in Prozentpunkten
e=LUKB-Prognose



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv

EZB lässt Leitzins unverändert

Die Inflationsrate stieg im August moderat auf 2.1 %, nach 2 % im Juli. Sie befindet sich damit knapp über der Zielmarke der EZB, die diese mit Preisstabilität vereinbar hält. Allerdings entwickeln sich die einzelnen Komponenten heterogen. Während die Inflationsrate bei den Güterkomponenten ex Energie 0.8 % betrug, ist die Dienstleistungsinflation mit 3.1 % im Vorjahresvergleich weiterhin auf erhöhtem Niveau. Der kräftigere Anstieg der Dienstleistungspreise hängt u.a. damit zusammen, dass sie stärker von den Löhnen beeinflusst werden, und diese nehmen noch kräftig zu. Wir gehen davon aus, dass die Teuerungsrate in den kommenden Monaten basisbedingt leicht anziehen wird. Sie wird also die Zielmarke der EZB von 2 % übersteigen. Daher erwarten wir, dass die Währungshüter den Leitzins an den nächsten Sitzungen auf dem Niveau von 2 % belassen werden. Eine rasche Zinssenkung drängt sich auch deshalb nicht auf, weil sich die Konjunktur allmählich erholt.

Makroprognosen Eurozone

	2024	2025e	2026e
BIP, real, % ggü. Vj.	0.8	1.3	1.5
Inflationsrate, %	2.4	2.1	1.9
	Aktuell	3M	12M
Einlagenzinssatz, %	2.00	2.00	2.00

e = Prognose

USA bremsen ab

Die Lokomotive der Weltwirtschaft verliert an Dampf: Die US-Wirtschaft wächst langsamer. Die Verlangsamung ist selbst verschuldet. Gründe sind u.a. die gestiegenen Zölle auf Einfuhrgüter. Damit verteuern sich beispielsweise die Herstellungskosten im Inland. Hinzu kommt, dass die Zollpolitik der Trump-Regierung erratisch ist. Das beeinträchtigt die Investitionsentscheidungen der Unternehmen. Firmen halten sich auch mit Stellenaufbau zurück. Andererseits nimmt das Potenzial an Arbeitskräften ab. Insgesamt rechnen wir mit einer deutlichen Verlangsamung des Wirtschaftswachstums für dieses und nächstes Jahr.

Keine Klarheit bei den Zöllen

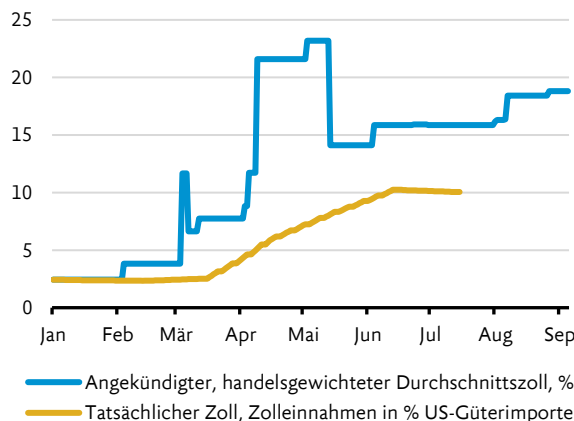
An der Zollfront gibt es kaum Handfestes, denn die USA haben nur wenige Handelsabkommen mit ihren wichtigen Handelspartnern abgeschlossen. So dauern die Verhandlungen mit China noch an. Mit der Europäischen Union (EU) einigte sich die USA auf eine gemeinsame Erklärung. Jedoch handelt es sich nicht um ein rechtsverbindliches Handelsabkommen, auch wenn Präsident Trump es bereits als grossen Erfolg feierte. So signalisierte die EU, Energie aus den USA im Wert von 750 Mrd. US-Dollar zu kaufen und weitere 600 Mrd. US-Dollar in den USA zu investieren. Zudem sollen Importgüter aus der EU in den USA mit 15 % verzollt werden, während die EU die Zölle auf US-Güter komplett streicht. Doch – wie erwähnt – handelt es sich um eine politische Absichtserklärung. Weder Fristen noch Modalitäten für die Umsetzung sind bekannt. Auch zwischen den USA und Japan wurde kein umfangreiches Handelsabkommen abgeschlossen, sondern lediglich eine bilaterale Vereinbarung mit begrenztem Umfang. Wundern sollte auch das nicht, denn in der Regel braucht es Jahre, bis ein umfassendes Handelsabkommen abgeschlossen werden kann. Andere Länder wie die Schweiz möchten zwar ein Handelsabkommen mit den USA abschliessen, doch sie befinden sich in der Warteschleife.

Zolleinnahmen steigen

Der angekündigte Zollsatz, den die USA auf weltweite Wareneinfuhren erheben, ist im Durchschnitt auf 20 % gestiegen. Doch die US-Importeure zahlten weniger als offiziell angekündigt wurde. Teilt man die gesamten Zolleinnahmen durch den Wert der Einfuhren, betrug der tatsächliche durchschnittliche Zollsatz auf alle US-Warenimporte im Juli 10 %. Lücken in der Durchsetzung, Pausen während der

Handelsgespräche und Ausnahmeregelungen für Sendungen, die bereits unterwegs waren, haben zu dieser Diskrepanz beigetragen.

Diskrepanz zwischen angekündigtem und tatsächlichem Zollsatz



Quelle: Luzerner Kantonalbank, WTO, Refinitiv

Gleichwohl sind die Zolleinnahmen deutlich gestiegen. Sie machten in den letzten Jahrzehnten allerdings nur einen kleinen Teil der Gesamteinnahmen der Bundesregierung aus. Während die Gesamteinnahmen des Bundes 2024 17.1 % Anteil am nominalen BIP hatten, lag der Anteil der Zoll-Einkünfte lediglich bei 0.3 %. Dieser Anteil erhöht sich aufgrund der gestiegenen Zollsätze deutlich. Er entspricht aber trotzdem nur einem Anteil von gut 1 %. Das reicht bei Weitem nicht, um die Zinskosten des Bundes zu decken oder die Haushaltslücke zu stopfen. Die Staatsverschuldung dürfte bis 2030 auf fast 130 % am BIP steigen.

US-Firmen und Konsumenten haben das Nachsehen

Die Leidtragenden der steigenden Zölle sind die eigene Bevölkerung. Die Zölle werden von dem Unternehmen gezahlt, das die Waren einführt. Für die von den USA verhängten Zölle zahlt also der amerikanische Importeur. Wenn beispielsweise ein europäisches Unternehmen Schuhe in die USA exportiert, schuldet das Unternehmen, das diese Schuhe kauft, die Zölle der US-Regierung. In vielen Fällen wird das importierende Unternehmen versuchen, einen Teil dieser Kosten auszugleichen, indem es entweder einen Rabatt vom ausländischen Lieferanten verlangt oder den Preis für die heimischen Endverbraucher anhebt. Am Ende sind es also die US-Konsumenten, die indirekt für die Tarife zahlen. Der private Konsum hat sich bereits verlangsamt. Während die persönlichen Konsumausgaben im letzten Jahr im Schnitt noch um real 0.3 % gegenüber dem Vormonat gestiegen sind, stagnierten sie im Mittel von Januar bis Juli dieses Jahres. Dabei waren die Rahmenbedingungen für den Konsum bis dato günstig. Die real verfügbaren Einkommen stiegen, die Beschäftigung nahm zu und die Arbeitslosigkeit war niedrig. Die Gefahr besteht, dass sich die privaten Haushalte für eine längere Zeit mit dem Konsum zurückhalten werden. Auch die Umfrageergebnisse bei den Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe und Dienstleistungssektor

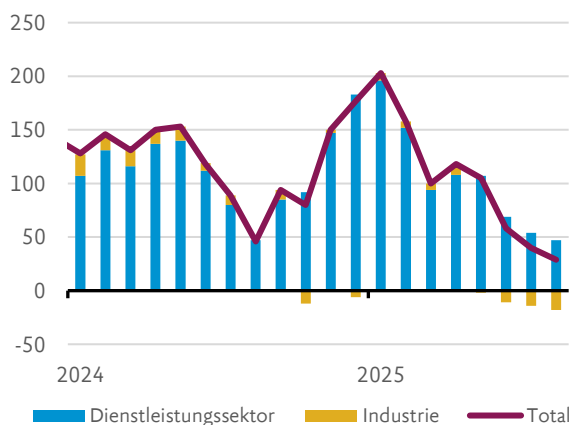
tor spiegeln die gestiegenen Sorgen mit Bezug auf die wirtschaftliche Zukunft wider. So berichten Firmen, dass Pläne, die Produktion zurück in die USA zu verlagern, durch die Zoll-bedingt höheren Materialkosten beeinträchtigt werden. Höhere Zölle erweisen sich damit als Sargnagel für „Made in the USA“.

Geringerer Stellenaufbau nötig

Der Arbeitsmarkt entwickelt sich noch positiv. So befindet sich die Arbeitslosenquote mit 4.3 % auf niedrigem Niveau. Das Stellenwachstum hat sich aber deutlich verlangsamt. Für August wurde ein Stellenaufbau ausserhalb der Landwirtschaft von nur 22'000 Personen gegenüber Juli gemeldet. Der aussagekräftigere Dreimonatsdurchschnitt des Stellenwachstums beträgt lediglich 29'000.

Beschäftigung im privaten Sektor

In Tausend zum Vormonat, Dreimonatsdurchschnitt



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv

Die Firmen sind verunsichert und halten sich damit zurück, Personal aufzustocken. Die schwache Beschäftigungszunahme – oder sogar der Verlust von Arbeitsplätzen – seit dem Amtsantritt von Präsident Donald Trump im Januar scheint sich zudem auf Branchen zu konzentrieren, die am stärksten von Einwanderern abhängig sind. Seit Dezember gingen im Verarbeitenden Gewerbe 38'000 Arbeitsplätze verloren, während im Beherbergungs- und Gaststättengewerbe nur 14'000 neue Arbeitsplätze geschaffen wurden. Die Branche, die am stärksten von Einwanderern abhängig ist – das Baugewerbe – hat nur 6'000 neue Arbeitsplätze geschaffen. Da die Nettozuwanderung von ca. 2.6 Mio. im Jahr 2024 auf ca. 1 Mio. in diesem Jahr eingebrochen ist, wächst das Arbeitskräfteangebot jetzt viel langsamer. In Verbindung mit der nachlassenden Arbeitskräftenachfrage bleibt der Arbeitsmarkt aber fast im Gleichgewicht und nahe der Vollbeschäftigung. In den nächsten Monaten reicht also ein Stellenaufbau von ca. 30'000 im Vormonatsvergleich aus, damit die Arbeitslosenquote bei gut 4 % verharzt.

Investitionsboom dank KI

Die Ausrüstungsinvestitionen entwickelten sich in den letzten Quartalen positiv. Jedoch basiert das vor allem auf Ausgaben im Zusammenhang mit KI. Unternehmensinvestitionen

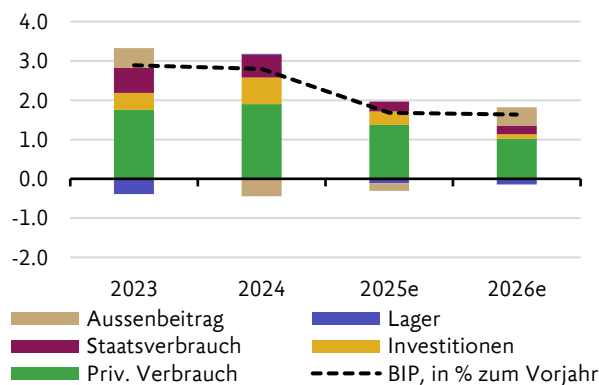
in digitale Technologien, zu denen unter anderem Software, Computer und Peripheriegeräte sowie Rechenzentren gehören, nehmen seit einigen Quartalen zu. Der Ausbau der Rechenkapazitäten läuft auf Hochtouren und die Zahl der Rechenzentren dürfte auch in den nächsten Jahren stetig steigen. Andere Ausrüstungsbereiche entwickeln sich eher schleppend. So haben die Investitionen in Fahrzeuge seit 2023 mehr oder weniger stagniert, und im Bergbaubereich sind sie sogar abwärtsgerichtet. Die von der Trump-Administration aufgegleiste expansive Fiskalpolitik könnte den gesamten Ausrüstungsinvestitionen allerdings positive Impulse geben.

Wirtschaft wächst langsamer

Per Saldo erwarten wir, dass die Wirtschaft dieses Jahr um 1.7 % gegenüber 2024 wachsen wird. Damit sollte sich das Wachstum also deutlich verlangsamen, denn 2024 betrug der BIP-Anstieg noch 2.8 %. Der private Konsum bleibt ein wichtiger Wachstumsträger der Wirtschaft. Jedoch verliert er an Fahrt. Der Inflationsanstieg im Zusammenhang mit den höheren Zöllen und eine Verlangsamung der Nominallohnzuwächse führt dazu, dass sich die reale Kaufkraft verringert. Das schmälert die Konsumspielräume. Darüber hinaus erwarten wir, dass die langfristigen Zinsen in den USA allmählich zunehmen werden, selbst wenn die Notenbank Fed den Leitzins senken sollte. Damit bleibt beispielsweise der zinsensitive Hausmarkt angeschlagen. Für 2026 erwarten wir ein BIP-Wachstum von 1.6 %. Insgesamt dürfte das Trendwachstum in den kommenden Jahren niedriger ausfallen. Grund hierfür ist u.a., dass das Bevölkerungswachstum abnimmt.

Wirtschaft verliert an Dynamik

Beiträge zum Bruttoinlandsprodukt, in Prozentpunkten
e=LUKB-Prognose



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv

Inflation nimmt zwar zu, Fed senkt aber trotzdem

Die Inflationsrate kletterte in den letzten Monaten auf 2.7 %. Ohne die schwankungsanfalligen Energie- und Nahrungsmittelkomponenten stieg die Kerninflationsrate sogar auf 3.1 %. Die Details zeigen, dass ein Teil des Anstiegs auf höheren Zöllen basiert. In den nächsten Monaten dürften sich diese noch stärker bemerkbar machen. Daher halten wir es für wahrscheinlich, dass die Teuerungsrate auf über 3 % steigen wird. Die Gefahr besteht zudem, dass es sich nicht um einen Einmaleffekt handelt, sondern dass die Zölle

zu einer anhaltend höheren Teuerung führen werden. In der Fed ist man sich dieser Gefahr wohl sehr bewusst. Daher haben sich die Währungshüter bislang mit Zinssenkungen zurückgehalten, zumal sich die Wirtschaft allen Unkenrufen zum Trotz solide entwickelt hat. Fed-Chef Powell hat die Tür für Zinssenkungen allerdings auf der internationalen Notenbankkonferenz in Jackson Hole im August geöffnet. Hierbei machte er deutlich, dass eine Anpassung der Geldpolitik erforderlich sein könnte, falls sich die Abwärtsrisiken für den Arbeitsmarkt verstärken sollten. Powell betonte jedoch, dass sich der Arbeitsmarkt noch im Gleichgewicht befindet. Allerdings stellte er fest, dass es sich dabei um ein labiles Gleichgewicht handelt, denn sowohl die Nachfrage nach Arbeitskräften als auch das Arbeitskräfteangebot haben in den letzten Monaten nachgelassen. Wir halten es für wahrscheinlich, dass die Fed ihren Leitzins am 17. September auf 4.25 % senken wird. Eine weitere Zinssenkung könnte dann im Oktober auf 4 % erfolgen. Damit bliebe die Geldpolitik aber noch restriktiv.

Makroprognosen USA

	2024	2025e	2026e
BIP, real, % ggü. Vj.	2.8	1.7	1.6
Inflationsrate, %	3.0	2.8	3.0

	Aktuell	3M	12M
Leitzins, %	4.25-4.50	3.75-4.00	3.75-4.00

e = Prognose

China hat strukturelle Probleme

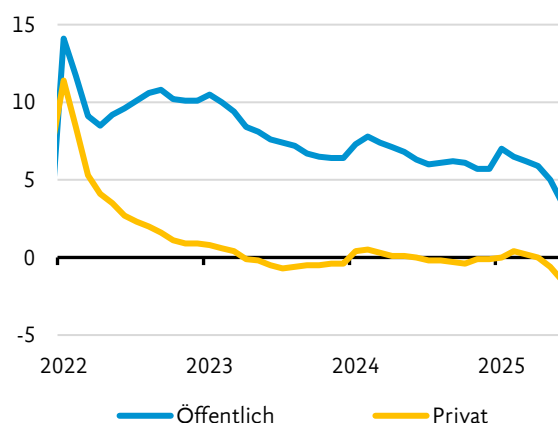
Chinas Wirtschaft wächst scheinbar solide. Doch die Wachstumszusammensetzung ist alles andere als günstig. Problematisch ist nach wie vor, dass die Inlandsnachfrage nicht nachhaltig wächst. Die privaten Haushalte halten sich seit der Coronakrise mit ihrem Konsum zurück. Die Führung Chinas versucht zwar den Konsum mit Anreizen anzukurbeln, doch diese verpuffen. Zusätzlich bläst Gegenwind seitens der höheren US-Zölle entgegen. Wir erwarten daher, dass die Wirtschaft dieses Jahr um 4.7 % wachsen und das Wachstumsziel der Regierung damit verfehlt wird.

Kräftiges Wachstum überdeckt Schwächen

Die Wirtschaft wuchs im 1. Halbjahr kräftig um real 5.3 % gegenüber dem Vorjahr. Doch die Wachstumsstruktur lässt zu wünschen übrig. Die Exporte nahmen im 1. Halbjahr kräftig zu. Sie stiegen schätzungsweise um fast 9 % und waren damit eine wichtige Konjunkturstütze. Einen signifikanten Wachstumsbeitrag lieferten auch die Lagerbestände. Sie wurden deutlich aufgestockt. Allein im 2. Quartal trugen sie nach Schätzung von Oxford Economics 1.1 Prozentpunkte zum Wachstum der Wirtschaftsleistung bei. Doch der starke Lageraufbau deutet auch darauf hin, dass die Inlandsnachfrage schwach ausgeprägt war.

Investitionsdynamik lässt nach

In % zum Vorjahr



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv

Die Einzelhandelsumsätze nahmen im 1. Halbjahr zwar um 5 % gegenüber dem Vorjahr zu. Doch der Anstieg ging vor allem von den Kategorien aus, die von dem Alt-gegen-Neu-Programm der Regierung profitierten. Diese hatte das Austauschprogramm für Konsumgüter sogar Anfang des Jahres erweitert. Die Ausgaben für Waren, die nicht von den Stimulierungsmassnahmen profitieren, schrumpften dagegen. Auch die Investitionsfreude der privaten Unternehmen ist getrübt. So fielen die Investitionen des privaten Sektors im 1. Halbjahr um 0.6 % im Vorjahresvergleich.

Export bleibt wichtiges Zugpferd

Allen handelspolitischen Hemmnissen zum Trotz bleiben die Warenexporte Chinas wichtigster Wachstumsmotor. Die Produzenten im Reich der Mitte fanden in den letzten beiden Quartalen kontinuierlich alternative Absatzmärkte zu den USA. Sie profitieren einerseits davon, dass sie im internationalen Vergleich preislich wettbewerbsfähig sind. Das macht gerade den Exporteuren in den Industrieländern zu schaffen. Andererseits lassen sich chinesische Produkte im höheren Wertschöpfungsbereich nur schwer substituieren. Die Exporte in die USA nahmen im Trend dagegen ab. Bis zum 10. November hält dabei die Pause im Zollstreit mit den USA an. Für Güter, die aus China in die USA importiert werden, gilt damit ein Zollsatz von 30 %. Umgekehrt bezahlt China Importwaren aus den USA mit 10 %. Tatsächlich beträgt der handelsgewichtete US-Zollsatz laut Berechnungen der WTO aktuell rund 45 %. Wir gehen davon aus, dass er auch nach Abschluss der Handelsverhandlungen etwa auf diesem Niveau bleiben wird.

Privater Konsum ohne Dynamik

Die schwache Inlandsnachfrage bleibt die Achillesferse der chinesischen Wirtschaft. Die Chinesinnen und Chinesen halten sich mit ihrem Konsum zurück. Das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte nahm zwar weiter zu, doch die persönlichen Ausgaben halten nicht Schritt. Stattdessen stieg die Sparquote auf knapp 32 % an. Der schwächelnde Konsum schlägt sich auch in einer niedrigen Inflation nieder. Diese blieb aufgrund der schleppenden Nachfrage schwach und fiel im August auf -0.4 %, nach 0 % im Juli.

Überkapazitäten nehmen zu

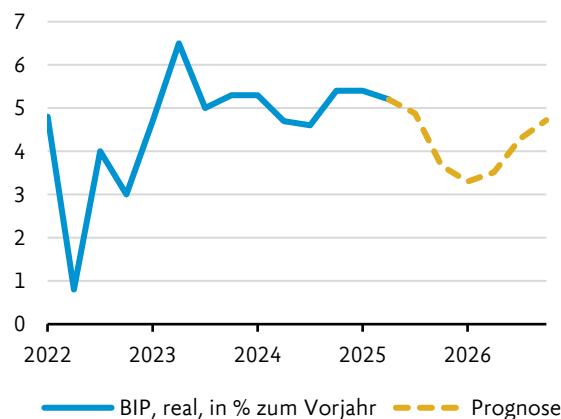
Auch die Industrie ist nicht frei von Problemen. Da die Inlandsnachfrage nicht in Schwung kommt, ist sie einerseits auf eine positive Entwicklung der Exporte angewiesen. Andererseits fördert die Regierung den Ausbau vor allem des Hochtechnologiesektors. Das ist auch der Grund, dass die Produktion in diesem Bereich des Verarbeitenden Gewerbes deutlich kräftiger wächst als in den althergebrachten Bereichen wie der Schwerindustrie oder den Textil- und Möbelindustrien. Doch die in- und ausländische Nachfrage halten nicht mit dem kräftigen Produktionswachstum mit. Damit entstehen Überkapazitäten im Hochtechnologiesektor, die auch die Profitabilität der Unternehmen schmälern. Hinweis hierfür ist z.B., dass die Exportpreise sinken, während gleichzeitig die Exportvolumina steigen. Auch die Erzeugerpreise verzeichneten im August weiterhin starke Rückgänge um 2.9 % im Vorjahresvergleich. Das deutet auf niedrigere Preise für Vorleistungen und einen verschärften Wettbewerb im nachgelagerten Bereich hin. Mit Überkapazitäten nimmt die Deflationsgefahr im Reich der Mitte somit zu. Die jüngsten Äusserungen der Führung deuten darauf hin, dass sie die Gefahr einer Deflation ernster nimmt. Bislang blieb es jedoch nur bei Rhetorik.

Wirtschaft verliert strukturell an Schwung

Wir können es drehen und wenden wir wollen, die Wirtschaft im Reich der Mitte verliert an Schwung – und das schon seit mehreren Jahren. Ein wichtiger Grund hierfür ist auch, dass das Bevölkerungswachstum und damit das Arbeitskräftepotenzial abnimmt. Da die Produktivität nicht zugenommen hat, verlangsamt sich auch das Trendwachstum der Wirtschaft. Zusätzlich dämpft der Handelsstreit mit den USA. Nachhaltige Reformbemühungen, den privaten Konsum ans Laufen zu bekommen, werden erst mittel-

bis langfristig Wirkung zeigen. Hierzu zählt die Verbesserung des sozialen Sicherungssystems. Per Saldo erwarten wir daher, dass die Wirtschaft dieses und nächstes Jahr das Wachstumsziel von 5 % verfehlen wird. Für 2025 prognostizieren wir dabei ein Wirtschaftswachstum von real 4.7 % und für 2026 von 4.1 %.

Wirtschaftswachstum verlangsamt sich



Quelle: Luzerner Kantonalbank, Refinitiv

	2024	2025e	2026e
BIP, real, % ggü. Vj.	5.0	4.7	4.0
Inflationsrate, %	0.2	0.1	0.8
	Aktuell	3M	12M
Leitzins, %	2.00	1.75	1.50
e = Prognose			

Globale Makroprognosen

	BIP, real, % ggü. Vorjahr			Inflationsrate, %		
	2024	2025e	2026e	2024	2025e	2026e
Industrielländer						
Schweiz	1.4	1.3	1.5	1.1	0.2	0.7
Euroraum	0.8	1.3	1.5	2.4	2.1	1.9
UK	1.1	1.3	0.9	2.5	3.4	2.7
USA	2.8	1.7	1.6	3.0	2.8	3.0
Japan	0.1	1.0	0.3	2.7	3.2	1.8
Schwellenländer						
Brasilien	3.0	2.1	1.5	4.4	5.2	4.0
China	5.0	4.7	4.0	0.2	0.1	0.8
Indien	6.4	6.5	6.6	5.0	3.1	4.2
Russland	4.3	1.2	0.8	8.5	8.9	4.8
Welt	3.0	2.6	2.4			

e = Prognose

Zentralbankerwartungen

	Aktuell	Prognose	
	10.09.2025	in 3 Monaten	in 12 Monaten
Leitzinsen, %			
Schweiz: SNB	0.00	0.00	0.00
Euroraum: EZB, Einlagezinssatz	2.00	2.00	2.00
UK: BoE	4.00	4.00	3.50
USA: Fed	4.25-4.50	3.75-4.00	3.75-4.00
Japan: BoJ	0.50	0.50	0.75
China: PBoC	2.00	1.75	1.50