

# Konjunktur-Update 2. Quartal 2026

Brian Mandt, Chefökonom

**Die Weltwirtschaft treibt von einer Krise in die nächste. 2025 trotzte die globale Wirtschaft den gestiegenen US-Zöllen besser als viele Analysten erwartet hatten. Grund hierfür war, dass sich die Inlandsnachfrage in vielen Ländern erholte. Mit dem Krieg der USA und Israel gegen den Iran steht der nächste Härtestest für die Weltwirtschaft an, denn die internationale Öl- und Gasversorgung ist beeinträchtigt. Neben der menschlichen Tragödie drohen negative Folgen für die Konjunktur.**

## Weltwirtschaft in der Dauerkrise

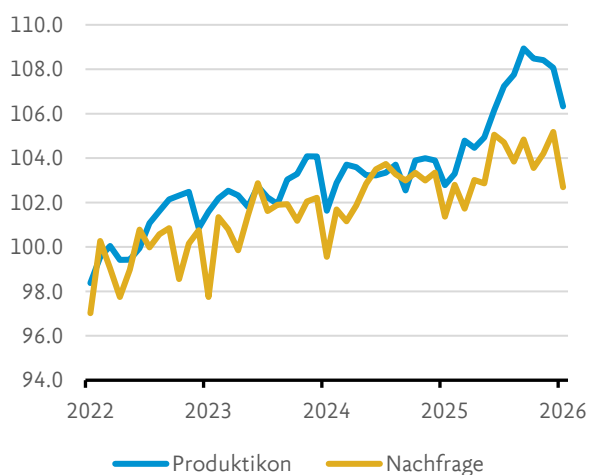
Kaum hat die Weltwirtschaft die Zollexzesse von US-Präsident Donald Trump einigermaßen gut überstanden, klopft auch schon die nächste Krise an die Tür. Der Krieg zwischen den USA und Israel gegen den Iran ist vor allem eine menschliche Tragödie. Gleichzeitig gerät die Strasse von Hormus, eine der wichtigsten Versorgungsstrassen des globalen Energiehandels, in den Strudel des Kriegs. An den Finanzmärkten befeuerte das die Rezessionssorgen.

### Das Nadelöhr des globalen Energiehandels

Täglich passieren ca. 20 Mio. Fass Rohöl und Ölprodukte (rund 20 % des täglichen globalen Verbrauchs) sowie etwa ein Fünftel des globalen Flüssiggashandels die Strasse von Hormus. Der grösste Teil der Exporte geht dabei in Richtung Asien - vor allem China, Indien, Japan und Südkorea, wobei viele dieser Länder kurzfristig auch andere Energiequellen anzapfen können. Beispielsweise können China und Südkorea den Strombedarf über Kohleenergie befriedigen.

### Angebotsüberschuss am globalen Ölmarkt

In Mio. Barrel pro Tag



Quelle: Luzerner Kantonalbank, EIA

Die Strasse von Hormus wird durch den Iran im Norden und den Oman im Süden begrenzt. Darum ist es für den Iran leicht möglich, diesen neuralgischen Punkt des globalen Energiemarktes als Druckmittel zu nutzen, in dem es die Durchfahrt blockiert. Indirekt kam die Schifffahrt durch die Meerenge bereits fast zum Erliegen, weil Versicherer aufgrund des Krieges die Risikodeckung für die Schiffspassage eingestellt haben. Von einem massiven Angebotsausfall am globalen Ölmarkt kann jedoch noch keine Rede sein. Das liegt vor allem daran, dass es seit Monaten einen Angebotsüberschuss gibt und die Weltwirtschaft nur moderat wächst. Sollte die Blockade allerdings länger anhalten und zudem die Ölinfrastruktur in der Golfregion beeinträchtigt werden, könnte es im schlimmsten Fall zu deutlichen Angebotsverwerfungen und einer Ölknappheit kommen.

### Kurze oder lange Blockade, das ist hier die Frage

Die Öl- und Gaspreise stiegen bereits deutlich. So verteuerte sich Öl der Nordseesorte Brent von Ende Februar bis zum 9. März von 72.6 US-Dollar pro Barrel auf zeitweilig über 100. Diese Reaktion entspricht dem üblichen Muster bei Konflikten in dieser Region. So stiegen die Ölpreise Mitte letzten Jahres ebenfalls kräftig, als die USA und Israel Atomanlagen im Iran bombardierten und der Iran mit einer Blockade der Strasse von Hormus drohte. Sie pendelten sich jedoch auch rasch wieder auf niedrigeren Niveaus ein, als der Spuk vorbei war. Ein kurzfristiger Anstieg der Energiepreise hat kaum negative Folgen für die Weltwirtschaft. Hält die Störung jedoch länger an, z.B. ein bis zwei Quartale, sieht die Sache schon anders aus. Das lässt sich anhand des Konjunkturmodells von Oxford Economics simulieren. Im Szenario einer langfristigen Blockade halten wir einen Anstieg des Brentölpreises auf rund 100 US-Dollar je Barrel für realistisch. Im Basisszenario hatten wir einen Ölpreis von gut 60 US-Dollar pro Fass für 2026 und 2027 angenommen. Blicke der Ölpreis für zwei Quartale auf dem Niveau von 100 US-Dollar pro Barrel, würde die Inflation hierzulande rasch steigen. Sie könnte im 2. Quartal bis zu 0.6 Prozentpunkte höher ausfallen als in

unserem Basisszenario. Vor Kriegsausbruch erwarteten wir für das 2. Quartal einen Anstieg auf 0.5 %. In den USA und im Euroraum ist das Gewicht von Energie an den Konsumentenpreisen höher, so dass die Inflationsrate in den USA kurzfristig bis zu 1.5 Prozentpunkte und im Euroraum bis zu 1.2 Prozentpunkte höher als in unserem Basisszenario (von 3.0 % bzw. 1.8 %) ausfallen könnte.

### Wirtschaftliche Folgen bleiben überschaubar

Da die fossilen Brennstoffe nach wie vor wichtige Rohstoffe für die Weltwirtschaft sind, bremsen steigende Öl- und Gaspreise die Nachfrage in den Energie-importierenden Staaten. Die Kaufkraft von Haushalten und Unternehmen würde sinken, was Konsum und Investitionen (z.B. in Gebäude und Ausrüstungen) belastet. Darüber hinaus würden auch die Exporte abnehmen, wenn die Konjunktur in wichtigen Abnehmerstaaten der Schweiz oder des Euroraums beeinträchtigt wird. Das Wirtschaftswachstum der Schweiz und des Euroraums könnten im Szenario von einem Ölpreis von 100 US-Dollar pro Fass über die Dauer von zwei Quartalen 2026 um ca. 0.2 Prozentpunkte niedriger ausfallen als in unserem bislang gültigen Basisszenario. In den USA wäre der negative Effekt etwas höher, nämlich 0.3 Prozentpunkte.

### Krisen erprobte Volkswirtschaften

Wir halten es für wichtig, dass die konjunkturelle Ausgangslage in vielen Volkswirtschaften bei Ausbruch des Iran-Krieges gut war, und das trotz aller Krisen der vergangenen Jahre. Es macht einen grossen Unterschied, ob die wirtschaftliche Verfassung eines Landes robust oder schwach ist, wenn es von einem negativen Schock betroffen wird. In der Schweiz und im Euroraum erholte sich die inländische Nachfrage in den letzten Monaten. Vor allem steht die Binnennachfrage vielerorts auf einem breiten Fundament. Das macht es etwas einfacher, mögliche negative Konjunkturfekte, die vom Iran-Krieg ausgehen, abzufedern. Darüber hinaus befinden sich die Inflationsraten in der Schweiz und im Euroraum auf niedrigen bzw. moderaten Niveaus. Anders sieht das in den USA aus. Dort ist die Teuerungsrate u.a. wegen der gestiegenen Zölle auf einem erhöhten Niveau. Für die Geldpolitik erwarten wir eine abwartende Haltung. Sprich: Die Zentralbanken dürften ihre Leitzinsen in den nächsten Monaten unverändert lassen, selbst wenn die Inflation kurzfristig steigen sollte. Auch hier spielt jedoch eine Rolle, wie lange die Öl- und Gaspreise auf hohem Niveau bleiben und wie die Inflationserwartungen von Konsumenten und Unternehmen reagieren. Sollten sich die Inflationserwartungen nach oben verschieben, wären die Zentralbanken eher geneigt mit Zinsanhebungen gegenzusteuern.

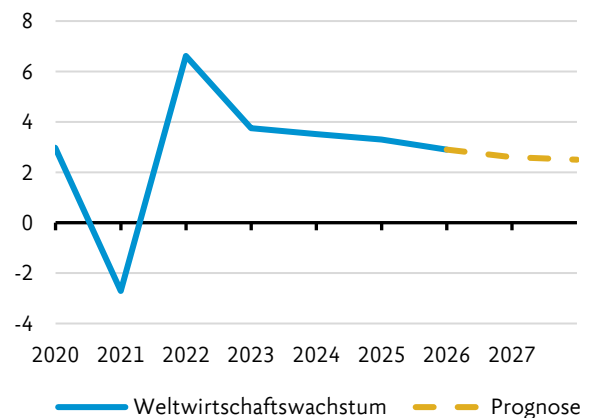
### Weltwirtschaft dürfte moderat wachsen

Zum jetzigen Zeitpunkt gehen wir davon aus, dass die militärische Auseinandersetzung zeitlich und lokal begrenzt bleibt. In diesem Szenario würde die Strasse von Hormus in den kommenden Wochen wieder geöffnet werden, sodass

die Energieexporte aus der Region bis danach wieder aufgenommen werden könnten. Dies ist unser Basisszenario. In diesem Fall könnten die Preise im März auf ihrem aktuellen Niveau oder leicht darüber schwanken, bevor sie danach allmählich wieder auf ihr Vorkriegsniveau zurückfallen. Für die Realwirtschaft wären die negativen Folgen damit überschaubar und belaufen sich für 2026 maximal im Bereich von 0.1 Prozentpunkten. Für die Schweiz, den Euroraum, die USA und China reduzieren wir unsere Wachstumsprognosen für 2026 daher um jeweils 0.1 Prozentpunkte. Somit ergibt sich für dieses und nächstes Jahr ein reales Weltwirtschaftswachstum von 2.6 % bzw. 2.5 %. Die Inflationsprognosen haben wir dagegen nach oben angepasst. So erwarten wir für die Schweiz eine um 0.1 Prozentpunkte höhere Teuerungsrate für dieses Jahr von 0.6 %. Für die USA fällt die Aufwärtsrevision mit 0.3 Prozentpunkten auf 3.2 % höher aus.

### Weltwirtschaft wächst moderat weiter

Bruttoinlandsprodukt, preisbereinigt, in % zum Vorjahr



Quelle: Luzerner Kantonalbank, LSEG Datastream

### Wie reagieren die Zentralbanken?

Für die Zentralbanken ist wichtig, ob es aufgrund des Energiepreisanstiegs zu einer dauerhaft erhöhten Inflation oder nur zu einem vorübergehenden Anstieg der Teuerungsrate kommt. Ist Letzteres der Fall, ist das für eine Zentralbank in aller Regel kein Grund den Leitzins anzuheben. Doch mit einer Zinssenkung ist dann auch nicht zu rechnen. Anders sieht der Fall aus, wenn die Zentralbanken der Meinung sind, dass es zu einem anhaltenden Anstieg der Inflation kommt. Die meisten Notenbanken definieren hierbei eine Inflationsrate von 2 % als preisstabilen Zustand. Droht dieser aus Sicht der Notenbanker dauerhaft überschritten zu werden, dann dürften sie aktiv werden und die Leitzinsen anheben. Wir halten es zum jetzigen Zeitpunkt für unwahrscheinlich, dass die Währungshüter die Leitzinsen an den nächsten Sitzungen anheben werden. Grund hierfür ist, dass wir einen Inflationsanstieg selbst im Worst-Case-Szenario für ein vorübergehendes Phänomen halten. Zudem dürften die Notenbanker auch die realwirtschaftliche Entwicklung im Blick haben. Werden die Leitzinsen zu früh zu stark angehoben, könnte das einen möglichen konjunkturellen Abschwung sogar noch verstärken.

## Abwärtsrisiken überwiegen

Die Abwärtsrisiken für die globale Konjunktur haben jedoch aufgrund des Krieges zugenommen. Eine andauernde Blockade der Strasse von Hormus und eine Beeinträchtigung der Öl- und Gasförderung bzw. der Herstellung von Folgeprodukten im Nahen Osten könnte zu grösseren Abwärts-spiralen führen. Ein kräftiger Wirtschaftsabschwung in den von uns analysierten Ländern ist eine ernstzunehmende Gefahr. In diesem Falle dürften die Zentralbanken eher mit einer expansiven Geldpolitik reagieren, da mit einem heftigen Konjunkturabschwung auch Inflationsrückgänge einhergehen. Es gibt aber auch Chancen, die wir nicht ausser Acht lassen dürfen. Wenn es im Iran zu einem Regimewechsel und einer politischen Stabilisierung käme, könnten die Sanktionen aufgehoben und der Iran wieder in die Weltwirtschaft integriert werden. Das hätte potenziell grosse positive Effekte für den globalen Handel und die Energieversorgung sowie für das Land selbst.

## Schweiz hält sich wacker

Die Schweizer Wirtschaft erwies sich 2025 einmal mehr als resilient. Nun wird die Wirtschaft abermals auf die Probe gestellt. Zumindest ist die heimische Wirtschaft gut aufgestellt. So ist die Energieeffizienz der Schweiz im europäischen Vergleich sehr gut. Bleibt der Iran-Krieg zeitlich und regional begrenzt, dürfte sich die Wirtschaft im Jahresverlauf weiter erholen. Gleichzeitig sollte die Inflation auf niedrigem Niveau bleiben, auch wenn wir einen Anstieg erwarten. Auf diesem Szenario basieren unsere Prognosen.

### Und sie wächst doch

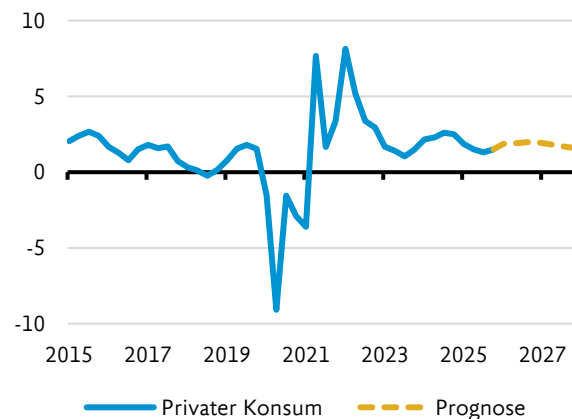
Die heimische Wirtschaft trotzte allen Widrigkeiten und wuchs letztes Jahr inflations- und Sportevent-bereinigt um 1.4 %, nach 1.2 % im Jahr 2024. Inklusive Sportevents resultierte für 2025 ein Wachstum von 1.3 %, nach 1.4 %. Die Schweiz beheimatet einige internationale Sportverbände, wie das internationale Olympische Komitee. Die Lizenzeinnahmen aus Sportevents, wie den Olympischen Winterspielen, wirken sich positiv auf das Bruttoinlandsprodukt aus. Sie sagen aber wenig aus über den Zustand der zugrundeliegenden Konjunktur. Um diese zu analysieren, wird das BIP daher auch um Sportevents bereinigt. Wichtigster Wachstumsträger war letztes Jahr einmal mehr der private Konsum, der um 1.5 % stieg. Die Investitionen fielen dagegen. Im Jahresverlauf erholten sich Ausrüstungs- und Bauinvestitionen jedoch. Die Investitionen in Ausrüstungen und Bauten nahmen im 4. Quartal um 0.6 % bzw. 1 % zu. Selbst die Exporte legten im vierten Quartal wieder zu.

### Konsum bleibt Wachstumsmotor Nr. 1

Der private Konsum bleibt dieses und nächstes Jahr eine wichtige Stütze der Konjunktur. Hierbei profitieren die privaten Haushalte von einer positiven Beschäftigungsentwicklung.

## Privater Konsum entwickelt sich positiv

Inflationsbereinigt, in % zum Vorjahr



Quelle: Luzerner Kantonalbank, LSEG Datastream

Der KOF Beschäftigungsindikator deutet sogar darauf hin, dass sich das Stellenwachstum dieses Jahr beschleunigen könnte. Der Indikator kletterte im 1. Quartal auf 2.4 Punkte, nach 1.3 Punkten im 4. Quartal. Es ist der zweite Anstieg in Folge. Zudem befindet er sich über dem langjährigen Durchschnitt. Hierbei haben sich sowohl die Lageeinschätzung als auch die Erwartungen der befragten Unternehmen verbessert. Insbesondere die Erwartungen für die kommenden Monate sind deutlich gestiegen. Mehr Unternehmen erwarten einen Stellenaufbau als -abbau. Gleichzeitig gehen wir davon aus, dass die Löhne weiter steigen werden. Allerdings dürfte sich die Lohndynamik verlangsamen. Da die Inflationsrate dieses Jahr noch auf einem niedrigen Niveau bleiben wird, ergibt sich damit ein deutlicher Reallohnzuwachs. Das stützt die reale Kaufkraft der privaten Haushalte und davon profitiert der private Konsum.

### Export wachsen verhalten

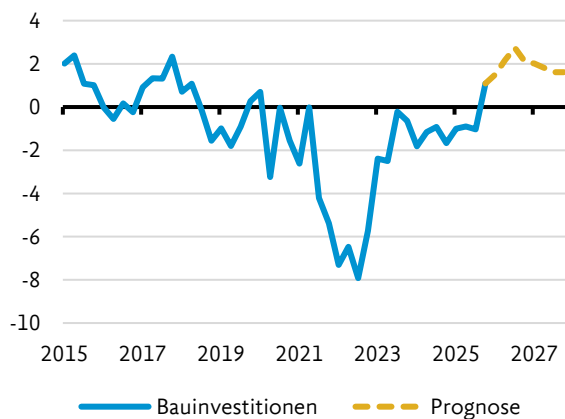
Dieses Jahr dürften sich die Exporte erholen. Positive Impulse erwarten wir dabei insbesondere aus der europäischen Union, der wichtigsten Exportdestination der Schweiz. Dort erholt sich die Nachfrage, und davon sollten auch Schweizer Exporteure profitieren. Für Warenexporte in die USA bleibt die Lage angespannt. Einerseits wegen der höheren Zölle und andererseits wegen einer sich verlangsamen Nachfrage in den USA. Belastend wirkt natürlich auch die Aufwertung des Schweizer Franken gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartner. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit wird damit beeinträchtigt. Insgesamt erwarten wir für dieses Jahr eine Zunahme der Exporte, die aber im historischen Vergleich eher unterdurchschnittlich bleiben sollte. Für 2027 rechnen wir dagegen mit einer etwas dynamischeren Entwicklung der Exporte. Sie gründet unter anderem darauf, dass sich die Wirtschaft in Europa weiter verbessert.

### Investitionen ziehen an

Im Zuge der positiven Konsumententwicklung und steigender Exporte sollte sich auch die Auslastung der Produktionskapazitäten verbessern. Das wiederum dürfte die Investitionstätigkeit der Unternehmen anregen.

### Bauinvestitionen steigen

Inflationsbereinigt, in % zum Vorjahr



Quelle: Luzerner Kantonbank, LSEG Datastream

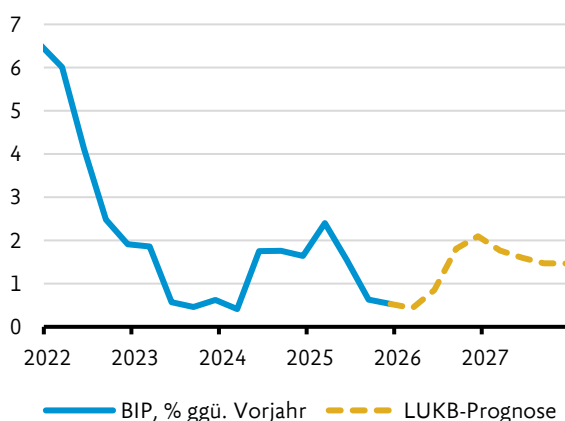
Wir gehen jedenfalls davon aus, dass die Investitionen in Ausrüstungen, wie Maschinen und Fahrzeuge, dieses und nächstes Jahr steigen werden. Umfragen zu Investitionen beispielsweise vom KOF Institut deuten darauf hin, dass Unternehmen wieder stärker investieren wollen. Auch bei den Bauinvestitionen sollte es dieses Jahr aufwärtsgehen. Hinweise hierfür liefern unter anderem die Baubewilligungen. Diese sind in den letzten Monaten gestiegen. Sie deuten auf einen Anstieg der Bautätigkeit hin. Darüber hinaus sprechen auch die tiefe Leerstandsquote und das günstige Finanzierungsumfeld für eine positive Entwicklung der Bauinvestitionen.

### Wirtschaft erholt sich

Per Saldo erwarten wir also, dass sich die heimische Wirtschaft dieses und nächstes Jahr erholen wird. Für dieses Jahr rechnen wir mit einem Wachstum der realen Wirtschaftsleistung um 1.2 % gegenüber dem Vorjahr. Dieses Jahr finden einige grosse Sport-Ereignisse statt. Die Olympischen Winterspiele in Italien sind gerade zu Ende. Im Sommer findet die Fussball-Weltmeisterschaft in den USA, Kanada und Mexiko statt. Die Einnahmen aus Lizenzen führen dazu, dass das Bruttoinlandsprodukt dieses Jahr positiver ausfällt.

### Wirtschaft erholt sich

Bruttoinlandsprodukt, inflationsbereinigt



Quelle: Luzerner Kantonbank, LSEG Datastream

Ohne diese Sportereignisse dürfte das Wachstum ca. 0.3 Prozentpunkte niedriger ausfallen. Für 2027 erwarten wir ein Wirtschaftswachstum von 1.6 %. Sportevent-bereinigt dürfte das Wachstum dann 0.2 Prozentpunkte höher sein.

### Inflation bleibt niedrig

Die Inflation befindet sich auf niedrigem Niveau und das dürfte auch in den nächsten Monaten so bleiben. Zuletzt betrug die Teuerungsrate 0.1 %. Damit befindet sie sich im Zielband der Schweizerischen Nationalbank (SNB), das von 0 bis 2 % reicht. In den nächsten Monaten gehen dämpfende Effekte von dem starken Franken aus. Dieser führt dazu, dass die importierten Preise für Güter deutlich niedriger sind. Gleichzeitig erwarten wir eine positive Lohnentwicklung. Damit dürfte die Inflation bei den Dienstleistungen erhöht bleiben. Insgesamt erwarten wir für dieses und nächstes Jahr eine durchschnittliche Inflationsrate von 0.6 % bzw. 0.9 %.

### SNB wartet ab

Die SNB hat ihren Leitzins in den letzten Monaten unverändert auf dem Niveau von 0 % gelassen. Wir gehen davon aus, dass sie den Leitzins an den nächsten Sitzungen unverändert lassen wird. Sollte die Inflation 2027, wie von uns prognostiziert, in Richtung 1 % steigen und gleichzeitig die Wirtschaft stärker wachsen, halten wir es für wahrscheinlich, dass die SNB den Leitzins im Verlauf von 2027 wieder anheben wird.

### Makroprognosen Schweiz

	2025	2026e	2027e
<b>BIP, real, % ggü. Vj.</b>	1.2	1.2	1.6
<b>Inflationsrate, %</b>	0.2	0.6	0.9
	Aktuell	3M	12M
<b>Leitzins, %</b>	0.00	0.00	0.00

e = Prognose

## Luzern profitiert vom Besuch

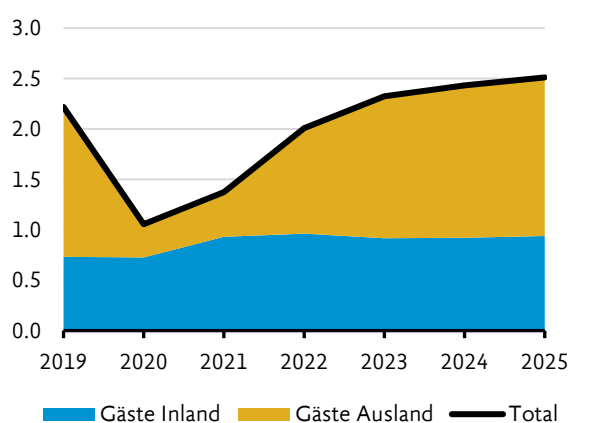
Der Kanton Luzern profitiert überdurchschnittlich von Menschen, die «unterwegs» sind – vor allem den Touristinnen und Touristen. Sie helfen, dass Gastronomie, Hotellerie und Freizeitangebote auch in einem verhaltenen konjunkturellen Umfeld gut ausgelastet bleiben. Während die Exportindustrie unter globalen Unsicherheiten leidet, stützt der Tourismus die Luzerner Binnenwirtschaft und gibt dem Kanton ein vergleichsweise stabiles Wachstumsfundament.

### Tourismus erreicht neue Rekordwerte

Die Logiernächte im Kanton Luzern haben sich nach der Pandemie nicht nur erholt, sondern neue Höchststände erreicht.

### Logiernächte steigen

Anzahl Logiernächte in Mio.



Quelle: Luzerner Kantonalbank, HESTA

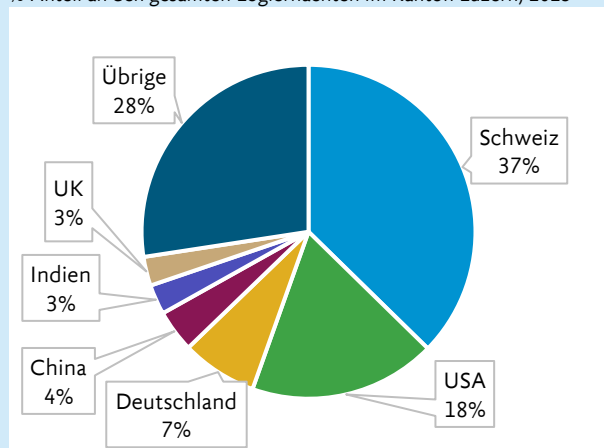
2025 kletterte die Zahl der Logiernächte im Kanton Luzern dabei auf einen Rekordwert von 2.5 Mio. Gegenüber dem Jahr 2024 entspricht das einem Anstieg von 3.3 %. Der Tourismus entwickelte sich damit deutlich dynamischer als in der Gesamtschweiz, wo die Zahl der Übernachtungen 2025 um knapp 2.6 % gegenüber dem Vorjahr zulegte. Der Kanton Luzern ist weit über die Grenzen der Schweiz hinaus beliebt, und entsprechend stieg die Zahl der Logiernächte von internationalen Gästen im vergangenen Jahr um 4.2 % gegenüber 2024 auf einen Höchststand von fast 1.6 Mio. Damit kommt der überwiegende Teil der Gäste, die den Kanton Luzern besuchen, aus dem Ausland, denn ihr Anteil entspricht knapp 63 % an den gesamten Logiernächten. Der inländische Tourismus entwickelt sich zwar positiv, aber weit weniger dynamisch. 2025 nahm die Zahl der Logiernächte von Reisenden aus der Schweiz um 1.8 % auf gut 937'000 zu, lag damit jedoch unter dem im Jahr 2022 erreichten Spitzenwert von gut 961'000.

### Amerikanische Gäste zieht es nach Luzern

Vor allem die Gäste aus den USA reisen gerne nach Luzern. So wuchs die Zahl der Übernachtungen

### Anteil der Gäste

%-Anteil an den gesamten Logiernächten im Kanton Luzern, 2025



Quelle: Luzerner Kantonalbank, HESTA

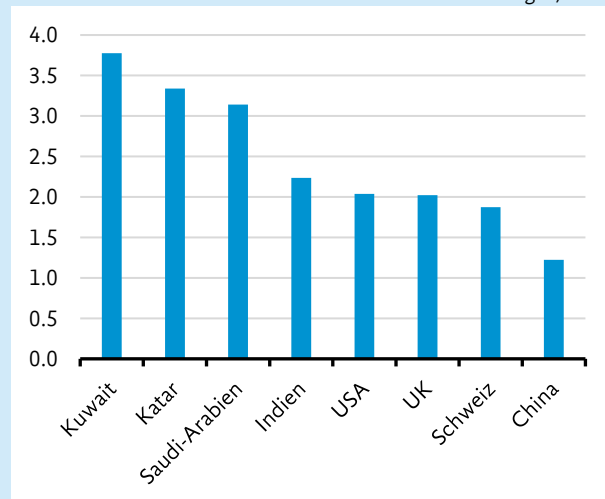
amerikanischer Reisender 2025 um 4.4 % auf einen Rekordwert von 455'000. Die Touristinnen und Touristen aus Deutschland stellen zwar weiterhin die zweitgrösste Gruppe, doch die Zahl der Logiernächte verlangsamte sich auf 2.4 %. Dagegen nimmt die Zahl der Gäste aus China zu, wenn auch weniger dynamisch als bei den Reisenden aus den USA. Die Übernachtungszahl der Touristen aus dem Reich der Mitte nahm 2025 um 3.6 % auf fast 103'000 zu. Jedoch unterschreitet dieser Wert den im Jahr 2017 erreichten Rekordwert von gut 223'000 noch signifikant. Die Plätze 4 und 5 nehmen die Reisenden aus Indien und Grossbritannien ein.

### Verweile doch, du bist so schön

Keine Frage: Der Kanton Luzern ist schön, und das berühmte Zitat aus Goethes Faust II beherzigen vor allem die Reisenden aus den Golfstaaten. Ihnen gefällt Luzern so gut, dass sie gerne länger bleiben.

### Kuwaiter bleiben am längsten

Durchschnittliche Aufenthaltsdauer im Kanton Luzern in Tagen, 2025



Quelle: Luzerner Kantonalbank, HESTA

Die Gäste aus Kuwait bleiben im Durchschnitt knapp 4 Tage. Die Reisenden aus Katar und Saudi-Arabien gut 3 Tage. Etwas kürzer bleiben die Touristen aus den USA. Im Durchschnitt sind es 2 Tage, und die Gäste aus der Schweiz kommen auf 1.9 Tage. Am kürzesten ist die Verweildauer der Reisenden aus China. Sie nehmen sich im Durchschnitt gut einen Tag für die Schönheiten des Kantons Luzern Zeit.

### Wer profitiert?

Vom Aufschwung im Tourismus profitieren u.a. die Hotellerie, Restaurants und auch zahlreiche Freizeit- und Kulturangebote im Kanton Luzern. Das macht sich im Umsatz bemerkbar, und spiegelt sich auch in einer positiven Beschäftigungsentwicklung wider. Von 2005 bis 2023, aktuellere Zahlen werden erst noch veröffentlicht, stieg die Zahl der Beschäftigten in der Beherbergung und der Gastronomie um fast 8 % bzw. gut 17 %. In der Kunst- und Unterhaltungsbranche betrug der Anstieg im gleichen Zeitraum sogar gut 63 %. Insgesamt entspricht

der Anteil dieser stark vom Tourismus abhängigen Branchen an der gesamten Luzerner Beschäftigung im Jahr 2023 fast 7 %.

### Ausblick ist positiv

Gleichzeitig stimmen die letzten Umfragen aus dem Luzerner Gastgewerbe zuversichtlich. Die vom KOF befragten Unternehmen der Gastronomie und Beherbergung stuften ihre Geschäftslage im Januar insgesamt als «gut» ein. Zudem gehen die Befragten davon aus, dass die Geschäftslage bis Juni gleichbleibend «gut» bleibt. Auch in den kommenden Quartalen dürfte der Kanton Luzern daher von dem anhaltenden positiven Trend beim Tourismus profitieren.

## Euroraum nimmt Fahrt auf

Die Wirtschaft im Euroraum erholte sich letztes Jahr. Positive Impulse gingen dabei vor allem von der Binnennachfrage aus. Für dieses und nächste Jahr erwarten wir, dass sich die Erholung fortsetzen wird. Gleichwohl haben die Abwärtsrisiken mit dem Iran-Krieg zugenommen.

### 2025 war positiv

Allen Unkenrufen zum Trotz beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum im vergangenen Jahr. 2025 wuchs das reale BIP um 1.5 % gegenüber dem Vorjahr. 2024 nahm es noch um 0.9 % zu. Wichtigster Wachstumsträger war letztes Jahr der private Konsum. Dieser trug 0.8 Prozentpunkte zum BIP-Anstieg bei. Positiv entwickelten sich auch die Investitionen. Private Haushalte und Unternehmen erhöhten ihre Investitionen in Bauten und Ausrüstungen wie Maschinen und Fahrzeuge. Die Investitionen trugen damit insgesamt 0.6 Prozentpunkte zum Wirtschaftswachstum bei. Das ist eine deutliche Verbesserung zum Vorjahr, denn 2024 nahmen die Investitionen in allen Kategorien ab und zogen damit noch 0.6 Prozentpunkte vom BIP ab. Wenig überraschend dämpfte der Aussenhandel das Wachstum. Die Nettoexporte raubten 0.6 Prozentpunkte vom BIP. Regional war die konjunkturelle Entwicklung unterschiedlich. Von den vier grössten Volkswirtschaften im Währungsraum hatte Spanien die Nase vorne und erzielte ein BIP-Wachstum von 2.8 %. Frankreich und Italien wuchsen um 0.9 % bzw. 0.7 %. Schlusslicht war Deutschland mit einem moderaten Anstieg um - kalenderbereinigt - 0.4 %.

### Konsumenten sollten in Kauflaune bleiben

Die privaten Konsumausgaben erwiesen sich in den letzten Jahren als wichtige Konjunkturstütze. Das sollte auch dieses und nächstes Jahr so bleiben. Die Aussichten hierfür beurteilen wir positiv. So erwarten wir einen weiteren Anstieg der real verfügbaren Einkommen. Dieser wird vor allem durch steigende Löhne gestützt. Darüber hinaus rechnen

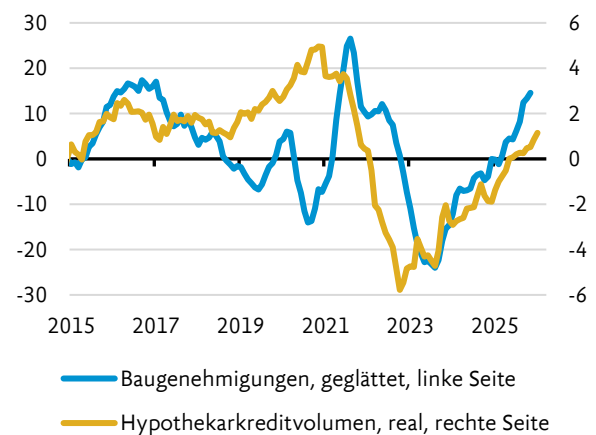
wir damit, dass die Beschäftigungsaussichten positiv bleiben. So dürfte das Stellenwachstum dieses und nächstes Jahr jeweils ca. 0.5 % betragen. 2024 und 2025 lag es noch bei 0.9 % bzw. 0.7 %. Gleichzeitig erwarten wir, dass die Arbeitslosenquote weiter fällt. Die Zuversicht der privaten Haushalte in die konjunkturelle Entwicklung sollte sich damit verbessern. Damit einhergehend erwarten wir, dass die Sparneigung etwas abnehmen. Die Chancen stehen also gut, dass die Sparquote zu Gunsten des Konsums reduziert wird.

### Bauinvestitionen ziehen weiter an

Die Investitionsbereitschaft von Unternehmen und privaten Haushalten dürfte sich auch im Trend der kommenden Quartale erholen. So erwarten wir, dass die Wohnbauinvestitionen dank günstiger Finanzierungsbedingungen und steigender Realeinkommen zunehmen werden.

### Baugenehmigungen und Hypotheken tendieren aufwärts

In % zum Vorjahr



Quelle: Luzerner Kantonalbank, LSEG Datastream

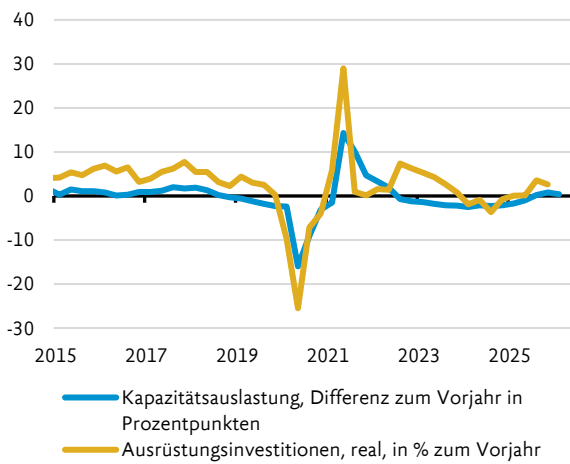
Die Nachfrage nach Hypothekenkrediten steigt und findet u.a. in einer höheren Kreditvergabe ihren Ausdruck. Gleichzeitig nimmt die Zahl der erteilten Baugenehmigungen für Wohngebäude zu. Auch das ist ein Hinweis für die gestiegene Bereitschaft in Wohnimmobilien zu investieren. Last not least, mit der steigenden Nachfrage nach Wohnimmobilien klettern auch die Immobilienpreise. Auch die Wirtschaftsbauinvestitionen dürften sich in den nächsten Quartalen positiv entwickeln. Sie profitieren u.a. von besseren Finanzierungsbedingungen, höheren öffentlichen Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben sowie den Mitteln aus den EU-Programmen NextGenerationEU und Recovery and Resilience Facility.

### Unternehmen im Investitionsmodus

Die Unternehmensinvestitionen nahmen 2025 zu und trotzten damit den vielfältigen Herausforderungen, wie den höheren US-Zöllen und den geopolitischen Unsicherheiten. Entscheidend für die verstärkte Investitionstätigkeit ist sicherlich, dass sich die allgemeine Wirtschaftslage im Trend der letzten Quartale verbessert hat. Wir gehen davon aus, dass die Investitionen in Ausrüstungen wie Maschinen und

Fahrzeuge 2026 und 2027 weiter an Dynamik gewinnen werden.

### Es wird wieder mehr investiert



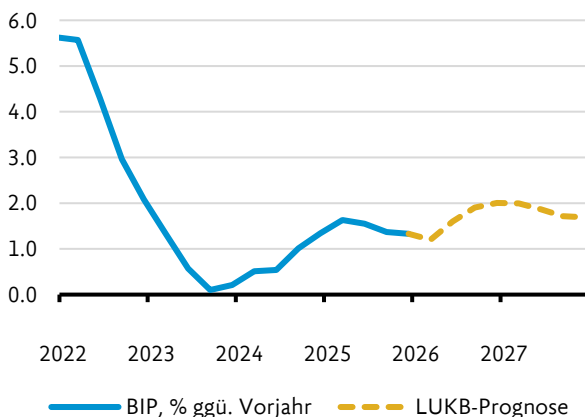
Quelle: Luzerner Kantonalbank, LSEG Datastream

Sie dürften u.a. von Gewinnzuwächsen, günstigen Finanzierungsbedingungen und einer stärkeren Binnen- und Auslandsnachfrage gestützt werden. Sie profitieren auch davon, dass die Mitgliedsländer in der Summe ihre Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben erhöhen.

### Wirtschaft erholt sich

Während wir für die Binnennachfrage zuversichtlich sind, blicken wir etwas verhaltener auf die Exporte. Diese dürften sich zwar im Jahresverlauf aufgrund einer sich verbessernden Auslandsnachfrage erholen. Doch u.a. sollten die höheren US-Zölle und die vergangene Aufwertung des Euro gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartner die Exportentwicklung belasten. Für dieses Jahr rechnen wir damit, dass die Nettoexporte das Wirtschaftswachstum noch belasten werden. Insgesamt prognostizieren wir jedoch, dass der Euroraum-Konjunkturzug dieses und nächstes Jahr an Tempo gewinnen wird. Für 2026 erwarten wir dabei einen realen BIP-Zuwachs um 1.5 % und für 2027 um 1.8 %.

### Euroraum erholt sich



Quelle: Luzerner Kantonalbank, LSEG Datastream

### Inflation bleibt nahe 2 %

Die Inflation stieg im Februar auf 1.9 %, nach 1.7 % im Januar. Auch die Kerninflationsrate, die die volatilen Energie- und Nahrungsmittelkomponenten ausklammert und damit ein zuverlässigeres Bild der Konsumentenpreisentwicklung zeichnet, stieg. Sie kletterte auf 2.4 %. Die Teuerung befindet sich insgesamt auf moderatem Niveau, und das sollte auch in den nächsten Monaten so bleiben, auch wenn es wegen steigender Energiepreise zu einem vorübergehenden Anstieg der Inflation kommen sollte. Einerseits spielen günstige Vorjahresbasiseffekte bei den Kraftstoffpreisen eine Rolle. Andererseits verlangsamt sich das Wachstum der Löhne, die wiederum einen grossen Einfluss auf die Entwicklung der Konsumentenpreise im Dienstleistungssektor haben. Die Dienstleistungsinflation sollte daher abnehmen. Gleichzeitig dämpft die vergangene Aufwertung des Euro den Preisauftrieb von Gütern. Per Saldo erwarten wir daher, dass die Inflationsrate dieses Jahr im Durchschnitt auf 1.9 % fallen wird. Für 2027 prognostizieren wir eine jahresdurchschnittliche Teuerungsrate von 2 %.

### EZB hält still

Vor dem Hintergrund günstiger Inflations- und Konjunkturperspektiven halten wir es für wahrscheinlich, dass die EZB ihren Leitzins in den nächsten zwölf Monaten bei 2 % unverändert lassen wird. Die Währungshüter fühlen sich mit der aktuellen Geldpolitik jedenfalls wohl. Die vergangene EZB-Sitzung zeigte, dass die Notenbanker positiv in die konjunkturelle Zukunft blicken, wobei sie die Abwärtsrisiken und Aufwärtchancen als ausgeglichen ansehen.

### Makroprognosen Eurozone

	2025	2026e	2027e
<b>BIP, real, % ggü. Vj.</b>	1.4	1.5	1.8
<b>Inflationsrate, %</b>	2.1	1.9	2.0
	Aktuell	3M	12M
<b>Einlagenzinssatz, %</b>	2.00	2.00	2.00

e = Prognose

### US-Wachstumsmotor stottert

Die US-Wirtschaft wächst weiter, doch das Fundament wird brüchig: Konsum und Bau verlieren an Kraft, Investitionen bleiben abseits von IT verhalten, die Fiskalpolitik bläht Defizite auf, und Protektionismus sorgt für anhaltende Unsicherheit - die Dynamik nimmt strukturell ab.

### Wachstumsbasis schrumpft

Die Wirtschaft zeigt Risse! Das wird mit Blick auf die Struktur des Wachstums sehr deutlich. Im 4. Quartal verlangsamte sich das BIP-Wachstum auf 0.3 % im Vorquartalsvergleich, nachdem es im 3. Quartal noch 1.1 % betragen hatte.

Negative Effekte gingen wie erwartet von den Staatsausgaben aus. Diese sanken um 1.3 %. Grund hierfür war der Regierungsstillstand im Oktober und November. Doch auch ohne diesen ist die Wachstumsbasis brüchig geworden. Die privaten Haushalte haben ihren Konsum reduziert. Dienstleistungen wurden weiter nachgefragt, doch die Ausgaben für Güter fielen. Bei den Investitionen hielt der Abwärtstrend im Wohn- und Wirtschaftsbau an. Innerhalb der Kategorie Ausrüstungsinvestitionen stiegen IT-Investitionen abermals kräftig. Abseits dessen sah es mau aus. Die Unternehmen investierten im Vorquartalsvergleich weniger in Transport sowie Fahrzeuge, Maschinen und Geräte.

### **Privater Konsum sollte stark starten**

Auch wenn die Struktur der Wirtschaft zu wünschen lässt, dürfte es im 1. Quartal einen Wachstumsschub nach oben geben. Gründe hierfür sind einerseits ein positiver Rückpralleffekt bei den Staatsausgaben. Andererseits profitieren die privaten Haushalte von deutlich höheren Steuerrückerstattungen. Diese lagen für die Jahre 2023 und 2024 im Mittel bei rund 3'000 US-Dollar. Für das Steuerjahr 2025 zeigen Analysen der Tax Foundation, dass das Gesamtvolumen der Steuerrückerstattungen um nahezu 100 Mrd. US-Dollar über dem Vorjahr liegen wird. Je Haushalt könnte ein Plus von etwa 300 bis 1'000 US-Dollar gegenüber dem Vorjahr veranschlagt werden, abhängig vom individuellen Profil (z.B. Einkommen und Wohnsitz). Die Profiteure sind die Bezieher höherer Einkommen sowie die obere Mittelschicht in den Bundesstaaten mit sehr hohen Steuersätzen. Die Bezieher niedriger Einkommen profitieren deutlich weniger, weil auch Sozialleistungen gekürzt werden. Rund 70 % des Gesamtvolumens der Steuerrückerstattungen erfolgt üblicherweise zwischen Februar und März. In der Vergangenheit wurden höhere Transferleistungen auch rasch für den Konsum verwendet. Daher erwarten wir, dass der private Konsum im 1. Quartal nochmals kräftig wachsen wird. Für die folgenden Quartale rechnen wir mit einem moderateren Konsum, insbesondere weil das Wachstum der realen Kaufkraft im Trend abnimmt.

### **Unternehmen profitieren von OBBBA**

Auch die Unternehmen profitieren von Trumps One Big Beautiful Bill Act (OBBBA). Unternehmen – insbesondere kapitalintensive Firmen – werden durch die 100 % Sofortabschreibung für Investitionen sowie die Verlängerung niedrigerer Körperschaftsteuersätze entlastet. Ihre effektive Steuerlast sinkt und erhöht damit die Nachsteuergewinne merklich. Doch ob damit die Investitionstätigkeit nachhaltig angekurbelt werden kann, bleibt abzuwarten. Umfragen zeigen, dass die Konjunktursorgen vieler Firmen hoch sind. Insbesondere die nach wie vor erratische Zollpolitik der Trump-Administration sorgt für Unsicherheit. Letzteres ist bekanntlich Gift für Investitionen.

### **Fiskalpolitik wirkt kurzfristig positiv**

Die expansive Fiskalpolitik sollte zwar positiv auf die gesamte Wirtschaftsleistung wirken, doch dieser Effekt dürfte nur von kurzer Dauer sein. Mittel bis langfristig nimmt die

Staatsverschuldung zu und das Fiskaldefizit weitet sich aus. Damit einhergehend steigt das Risiko, dass die Zinsen im Trend steigen. So erwarten wir, dass die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen im Verlauf der nächsten zwölf Monate auf bis zu 4.5 % klettern wird. Das wiederum kann zu Crowding-out-Effekten führen: Wenn der Staat mehr auf Pump ausgibt, drängt er private Investoren vom Kreditmarkt zurück. Für Unternehmen und private Haushalte steigen die Finanzierungskosten, was die private Investitionsnachfrage reduziert.

### **Supreme Court zeigt Trump die rote Karte**

An der US-Zollfront bleibt es spannend und vor allem unsicher. Der Oberste Gerichtshof, der Supreme Court (SCOTUS), kassierte die von Donald Trump auf Basis des Notstandsgesetzes (International Emergency Economic Powers Act kurz IEEPA) erhobenen Zölle. Doch das brachte Trump nicht von seinem protektionistischen Kurs ab. Anstatt gezielter Strafzölle setzt die Regierung nun auf einen pauschalen globalen Zollsatz von 15 %. Der durchschnittliche effektive Zoll sinkt damit zwar leicht von rund 16 % auf knapp 14 %. Das Zollniveau bleibt jedoch historisch hoch. Gewinner sind Länder wie Brasilien und China, deren Zollbelastung im Vergleich zum alten, selektiven Regime deutlich sinkt. Verlierer sind hingegen Staaten wie das Vereinigte Königreich, das sich früh auf einen 10%-Tarif eingelassen hatte und nun trotzdem mit höheren Zöllen konfrontiert ist. Die 15%-Zölle gelten zudem nur für 150 Tage, sofern der Kongress sie nicht verlängert – ein Ablaufdatum, das die Planbarkeit zusätzlich untergräbt.

### **Trump's Zollspielräume engen sich ein**

Offen ist zudem, ob die neuen Section-122-Zölle rechtlich überhaupt auf festem Boden stehen. Die gesetzliche Grundlage setzt «grosse und ernsthafte» Zahlungsbilanzprobleme voraus – eine Bedingung, deren Auslegung im aktuellen Umfeld alles andere als eindeutig ist. Entsprechende Gerichtsverfahren dürften daher komplex und langwierig ausfallen. Gleichzeitig sind die Spielräume des Weissen Hauses eingeschränkt: Die Zölle müssen global und pauschal erhoben werden, länderspezifische Massnahmen sind damit ausgeschlossen. Das reduziert die Verhandlungsmacht der USA gegenüber einzelnen Handelspartnern. Immerhin bleiben bestimmte Bereiche wie Pharmazeutika, kritische Rohstoffe und Rüstungsgüter weiterhin von Zöllen ausgenommen, während Kanada und Mexiko im Rahmen des USMCA weitgehend geschützt sind. De facto wird zudem die «de-minimis»-Freigrenze ausgehöhlt, da auch Sendungen unter 800 US-Dollar künftig unter die 15%-Pauschale fallen sollen – ein weiterer Belastungsfaktor, der vor allem den Online-Handel trifft.

### **Protektionistischer Kurs wird fortgesetzt**

Politisch ist wenig dafür ersichtlich, dass die Regierung nach Ablauf der 150 Tage freiwillig von ihrem Kurs abrücken wird. Wahrscheinlicher ist, dass die jetzige Globalzoll-Lösung als Übergangsregime dient, während im Hintergrund

nach rechtssicheren Wegen gesucht wird, ein ähnlich restriktives, aber stärker zielgerichtetes Zollszenario zu etablieren. Denkbar sind höhere, sektorspezifische Zölle über Section 232 mit Verweis auf die nationale Sicherheit, oder Strafzölle über Section 338 und Section 301, mit denen gegen vermeintlich diskriminierende oder unfair handelnde Länder vorgegangen werden kann. Damit bleibt die Aussicht auf eine Normalisierung der Handelspolitik gering, selbst wenn einzelne Instrumente juristisch scheitern sollten. Die Richtung stimmt – aus Sicht der Regierung – weiterhin: mehr Protektionismus, mehr Eingriffe, mehr Unwägbarkeiten für die Wirtschaft.

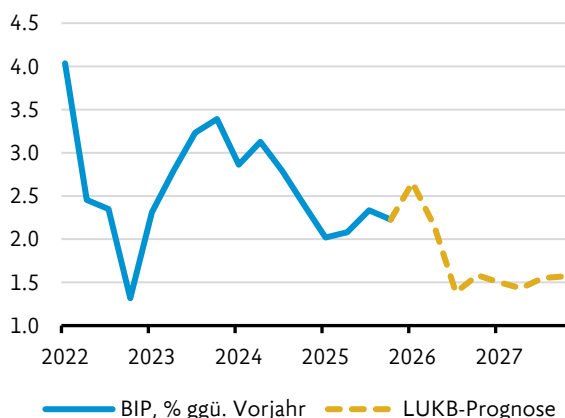
### Und wer zahlt die Zeche?

Wer trägt die Kosten der gestiegenen Zölle tatsächlich? Die Antwort der Forschung ist eindeutig – und steht im Widerspruch zur politischen Erzählung, wonach «andere Länder» zur Kasse gebeten würden. Eine Analyse der New York Fed zeigt, dass über 90 % der Zollkosten letztlich von den eigenen Unternehmen und Konsumenten gezahlt werden. Höhere Importpreise schlagen sich in teureren Alltagsgütern nieder und schmälern die reale Kaufkraft der privaten Haushalte. Das ist kaum vereinbar mit dem gleichzeitig ausgerufenen «Bezahlbarkeits»-Programm, das etwa die Zinsen auf Kreditkarten deckeln und den Zugang zu günstigeren Hypotheken erleichtern soll. Vor diesem Hintergrund dürfte die Administration bei weiteren Zollrunden vorsichtiger agieren: Jeder zusätzliche Prozentpunkt an Zöllen ist politisch schwer zu vermitteln, wenn die Wähler ihn in Form höherer Preise direkt im Portemonnaie spüren.

### Wachstumsverlangsamung voraus

Für die Unternehmen und privaten Haushalte bleibt die wirtschaftliche Unsicherheit weiterhin hoch. Das bestätigen auch diverse Umfragen. Vor allem das Vertrauen der Konsumenten in die wirtschaftliche Entwicklung des Landes ist getrübt. Die Unsicherheit lähmt das Wirtschaftswachstum zusätzlich, denn die Investitionsfreude nimmt ab und die Bereitschaft von Unternehmen sinkt, Kapazitäten auszubauen oder Personal einzustellen.

### Wirtschaft verliert weiter an Schwung



Quelle: Luzerner Kantonbank, LSEG Datastream

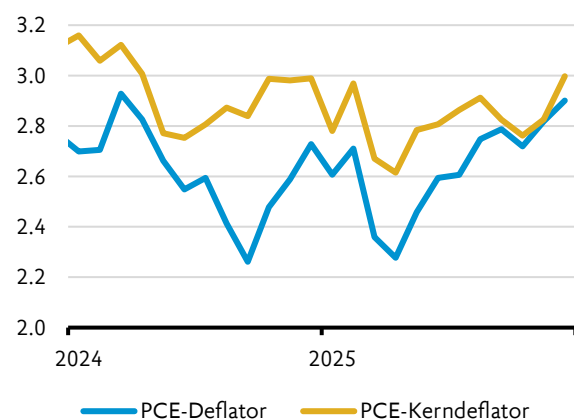
Etwaige Entlastungen durch mögliche Zollrückerstattungen oder den leichten Rückgang des durchschnittlichen Zollsatzes fallen demgegenüber kaum ins Gewicht. Ein weiterer Belastungsfaktor für die Wirtschaft ist die deutliche Begrenzung der Zuwanderung. Das Angebot an Arbeitskräften nimmt tendenziell ab. Da die gesamtwirtschaftliche Produktivität nicht wesentlich steigt, nimmt auch die gesamtwirtschaftliche Wachstumsdynamik ab. Per Saldo prognostizieren wir in unserem Basisszenario daher, dass die US-Wirtschaft dieses Jahr um 2 %, nach 2.2 % im letzten Jahr wachsen wird. Für 2027 rechnen wir mit einem BIP-Wachstum von 1.4 %.

### Inflationsrisiken sind hoch

Wenig überraschend schlagen sich steigende Zölle in höheren Preisen nieder. Am besten spiegelt das der PCE-Deflator wider. Dieser misst die Preisentwicklung der persönlichen Konsumausgaben. Im Gegensatz zum Konsumentenpreisindex ist er breiter gefasst und die Gewichte der einzelnen Komponenten passen sich laufend an. Für die Notenbank Fed ist der PCE-Deflator das bevorzugte Inflationsmass und dieser ist zuletzt auf 2.9 % gestiegen. Ohne die volatilen Energie- und Nahrungsmittelkomponenten kletterte der PCE-Kerndeflator auf 3 %.

### PCE-Inflation nimmt im Trend zu

In % zum Vorjahr



Quelle: Luzerner Kantonbank, LSEG Datastream

Das Teuerungsziel der Fed von 2 % wird damit deutlich überschritten, und die Tendenz für die kommenden Monate ist steigend. Die Inflationsrate gab dagegen zuletzt auf 2.5 % nach. Allerdings erwarten wir, dass die Teuerungsrate in den nächsten Monaten steigen wird. Neben den Zöllen machen sich auch die steigenden Energiepreise bemerkbar. Im Jahresdurchschnitt rechnen wir daher mit einer Inflationsrate von 3.2 %.

### Wie gross ist der Zinsenkungsspielraum?

Ende Januar liess die Notenbank Fed ihren Leitzins bei 3.75% unverändert. Darüber herrschte bei fast allen Mitgliedern Einigkeit. Uneinigkeit besteht jedoch über den zukünftigen Kurs der Geldpolitik. Das machte das Protokoll der letzten Sitzung und die Äusserungen diverser Fed-Mitglieder

der in den vergangenen Wochen deutlich. Einige Notenbanker warnen vor dem Risiko, dass Zinsanhebungen nötig werden könnten, falls die Inflation über dem 2-Prozent-Ziel bleibt. Andere halten weitere Zinssenkungen für angemessen, wenn die Inflation nachlassen sollte. Wiederum andere plädieren dafür, den Leitzins vorerst stabil zu halten, während die Fed neue Daten prüft – und erst bei klarer Desinflation weiter zu lockern. Die Währungshüter sind sich also mehr als uneins über den künftigen Zinskurs. Die Wirtschaftsdaten der letzten Wochen sprechen unserer Einschätzung dafür, dass die Fed den Leitzins an den nächsten Sitzungen unverändert lassen wird. Wir rechnen erst mit einer Zinssenkung, wenn der von Präsident Trump nominierte Kevin Warsh die Leitung der Fed ab Mitte Mai übernimmt. Seine Nominierung muss jedoch noch vom Senat bestätigt werden. Die steigenden Ölpreise aufgrund des Iran-Kriegs könnten ihm aber einen Strich durch die Rechnung machen.

### Makroprognosen USA

	2025	2026e	2027e
<b>BIP, real, % ggü. Vj.</b>	2.2	2.0	1.4
<b>Inflationsrate, %</b>	2.9	3.2	2.6
	Aktuell	3M	12M
<b>Leitzins, %</b>	3.50-3.75	3.50-3.75	3.25-3.50

e = Prognose

## China verliert an Dynamik

Die chinesische Wirtschaft hat 2025 ihr Wachstumsziel von 5 % erreicht. Das klingt nach Erfolg, kaschiert aber, dass die Wachstumsbasis immer schmaler wird. Wachstumsträger bleiben Industrie und Export, während die Inlandsnachfrage weiter hinterherhinkt.

### Aussenhandel statt Binnenmotor

2025 kamen die wichtigsten Wachstumsimpulse aus dem Exportsektor. Zwar gingen die Ausfuhren in die USA wegen der höheren Zölle zurück, dafür exportierte China deutlich mehr in andere Regionen wie Europa und die Schwellenländer. Die Diversifizierung der Absatzmärkte zahlt sich also aus. Im Schlussquartal verlor die Dynamik jedoch an Schwung: Das BIP wuchs nur noch um 4.5 % gegenüber dem Vorjahr, nach 4.8 % im 3. Quartal. Die Inlandsnachfrage bleibt dagegen das Sorgenkind. Die Einzelhandelsumsätze – ein guter Indikator für den privaten Konsum – schwächten sich zum Jahresende weiter ab. Die Stützungsprogramme der Regierung, etwa das Alt-gegen-Neu-Kaufprogramm, verlieren an Wirkung, weil viele Haushalte Käufe vorgezogen haben. Der Immobilienmarkt bleibt im Abschwung, die Hauspreise fallen weiter und drücken auf das Vermögen der privaten Haushalte. Wachstumsmotor ist

daher erneut die Industrie, gestützt durch Subventionen und die robuste Exportnachfrage.

### Einkommen steigen - Konsum nicht

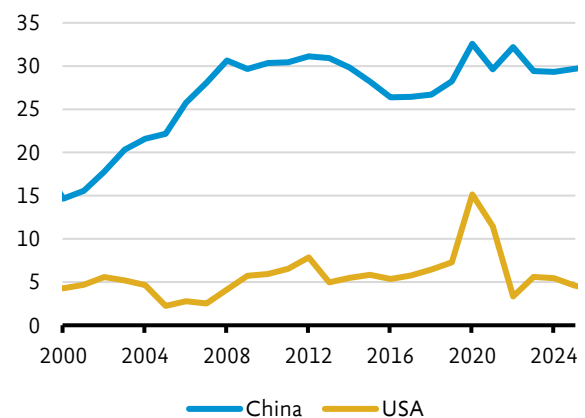
Die Konsumzurückhaltung ist nicht auf schwache Einkommen zurückzuführen. Im Gegenteil: Die verfügbaren Haushaltseinkommen stiegen 2025 im Durchschnitt um 5 % gegenüber dem Vorjahr. Da die Inflation praktisch bei null lag, ist das Plus real und nominal identisch. Die Regierung bemüht sich seit Längerem, das Einkommenswachstum an das BIP-Wachstum heranzuführen – dieses Ziel wurde 2025 erreicht.

### Hohe Sparquote als Symptom

Die Sparquote der privaten Haushalte lag 2025 Schätzungen zufolge bei rund 30 % des verfügbaren Einkommens – ein sehr hoher Wert im internationalen Vergleich. In den OECD-Ländern beträgt die Sparquote im Schnitt nur rund 5 %. Ein grosser Teil der Ersparnis fliesst bzw. floss in Immobilien. 2022 machten sie gut 47 % des Vermögens privater Haushalte aus. Der Rest entfiel auf Finanzanlagen, von denen der Grossteil – 23 % – in Form von Bankeinlagen gehalten wurde. Die hohe Sparneigung ist vor allem strukturell bedingt: eine rasch alternde Bevölkerung, ein lückenhaftes soziales Sicherungsnetz und hohe Einkommensungleichheit. Familien müssen einen grossen Teil der künftigen Ausgaben für Alter, Gesundheit, Bildung und mögliche Arbeitslosigkeit selbst absichern. Zwar sind die Systeme der Renten-, Kranken- und Arbeitslosenversicherung in den letzten Jahren ausgebaut worden, ihre Abdeckung bleibt aber ungleich: Wanderarbeiter und Beschäftigte im informellen Sektor profitieren deutlich weniger als formelle Stadtbeschäftigte. So erhalten Wanderarbeiter im Schnitt eine Rente, die nur einen Bruchteil des ländlichen Pro-Kopf-Einkommens ausmacht.

### Chinesen sparen mehr als z.B. die US-Amerikaner

Sparen in % des verfügbaren Einkommens



Quelle: Luzerner Kantonbank, LSEG Datastream

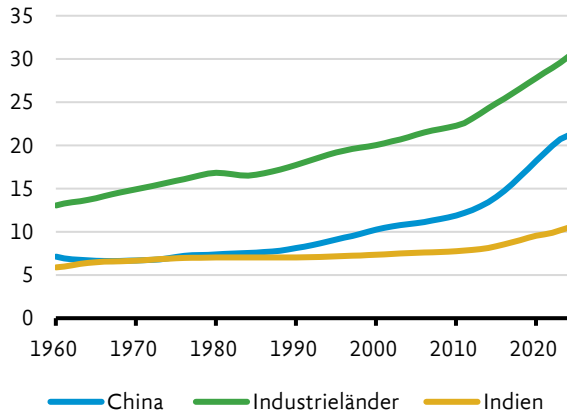
Zwischen 2010 und 2023 ist der Anteil der Sozialversicherungsausgaben am BIP zwar deutlich gestiegen, bleibt aber geringer als in vergleichbaren grossen Volkswirtschaften. Die Folge: Vorsichtssparen bleibt rational – und bremst den Konsum.

### Demografie als Bremse

Die demografische Entwicklung verschärft die strukturellen Probleme. Der Altenquotient - das Verhältnis der Menschen im Rentenalter zur Bevölkerung im Erwerbsalter - hat sich seit Beginn der 2000er-Jahre etwa verdoppelt und lag 2024 bei gut 21 %.

### China altert rasch

Altenquotient, Personen über 65J. zu erwerbsfähigen Bev.



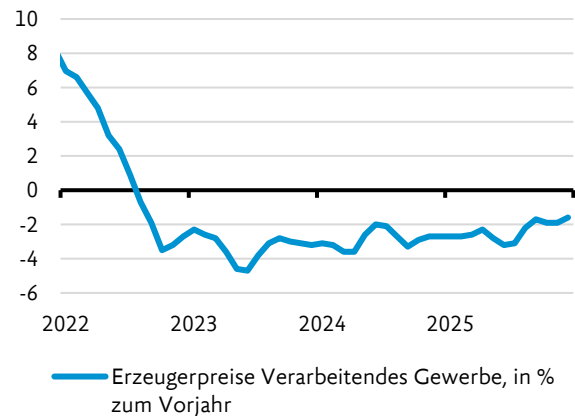
Quelle: Luzerner Kantonbank, LSEG Datastream

Gleichzeitig sinkt die Geburtenzahl deutlich. 2025 kamen nur 7.9 Mio. Kinder zur Welt, weniger als die Hälfte des Niveaus von 2019. Die Zahl der Todesfälle überstieg 2025 die Geburtenzahl, die Bevölkerung schrumpft und das Potenzial an Arbeitskräften geht zurück. Die Überalterung belastet die Sozialsysteme, während das Arbeitskräfteangebot sinkt. Da die Produktivitätsgewinne nicht ausreichen, den demografischen Gegenwind zu kompensieren, verliert das Trendwachstum seit Jahren an Dynamik - ein Prozess, der sich fortsetzen dürfte.

### Industrieboom mit Überkapazitäten

Wachstumsträger bleibt die Industrie - vor allem die von der Regierung geförderten High-Tech-Branchen. Der neue Fünfjahresplan setzt weiter auf technologische Aufrüstung, Halbleiter-Autarkie und die Modernisierung der heimischen Produktion. Subventionen und günstige Finanzierung treiben den Ausbau «strategischer» Sektoren wie Elektromobilität, Batterien oder erneuerbare Energien. Der Preis dieser Strategie sind zunehmende Überkapazitäten. Die Erzeugerpreise sinken seit Mitte 2022 im Jahresvergleich, ein klares Signal für starken Wettbewerbsdruck und schwache Preissetzungsmacht. Sinkende Preise und schwache Binnennachfrage drücken auf die Gewinnmargen, immer mehr Unternehmen rutschen in die Verlustzone. Gleichzeitig nimmt die Kapazitätsauslastung ab, was die Anreize für neue private Investitionen dämpft. Private Investitionen sind zuletzt im Jahresvergleich sogar zurückgegangen, und auch die öffentlichen Investitionen wachsen nur noch verhalten.

### Fallende Erzeugerpreise signalisieren Überkapazitäten



Quelle: Luzerner Kantonbank, LSEG Datastream

### Exporte als Ventil - aber Gegenwind nimmt zu

Weil die heimische Nachfrage nach Gütern schwach ist, weichen Unternehmen auf die Auslandsmärkte aus. In den vergangenen Jahren ist das Exportvolumen stetig gestiegen, während Exportpreise gefallen sind. Damit hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit chinesischer Waren verbessert, unterstützt durch gesunkene Produzentenpreise und eine eher schwache Währung. Inzwischen mehren sich jedoch die Anzeichen, dass das hohe Exporttempo nicht dauerhaft zu halten ist. In den letzten Monaten hat sich das Exportwachstum leicht verlangsamt. Gleichzeitig reagieren immer mehr Länder mit zusätzlichen Zöllen, Importauflagen und anderen Handelsbarrieren - nicht nur die USA, sondern zunehmend auch Schwellenländer. Handelskonflikte und geopolitische Spannungen erhöhen das Risiko, dass der Export als Konjunkturpuffer an Wirkung verliert.

### Politik setzt auf kurzfristige Stützen

Die Regierung versucht, die Nachfrage mit gezielten Massnahmen zu stützen: Zinszuschüsse für Haushalte und Dienstleistungsunternehmen, Steuererleichterungen für Pflege-, Kinderbetreuungs- und Gesundheitsdienste sowie Programme zur Förderung des Dienstleistungskonsums sollen bis mindestens 2027 verlängert werden. Gleichzeitig bleiben die grossen Strukturreformen, etwa eine substanzielle Stärkung der sozialen Sicherungssysteme, aus. Damit bleibt die Politik in der Logik kurzfristiger Stimuli gefangen: industrielle Förderung, Exportunterstützung, punktuelle Konsumprogramme. Diese Instrumente können das Wachstum kurzfristig stabilisieren, ändern aber wenig an der grundlegenden Schwäche der Binnennachfrage und der hohen Sparneigung der Haushalte.

### Fazit: Erfülltes Ziel, ungelöste Probleme

China hat das Wachstumsziel von 5 % für 2025 erreicht. Dahinter stehen eine starke Industrie, robuste Exporte und eine Politik, die gezielt «Zugpferd-Sektoren» stützt. Von einer nachhaltig selbsttragenden Wirtschaftsentwicklung kann dennoch keine Rede sein. Die Binnenkonjunktur bleibt schwach, der private Konsum enttäuscht trotz steigender Einkommen, und die Strukturprobleme - Überalterung,

hohe Sparquote, unzureichender sozialer Schutz und Überkapazitäten in der Industrie - treten immer deutlicher zutage. Vor diesem Hintergrund rechnen wir für 2026 mit einem BIP-Wachstum von rund 4.5 %. Auch danach dürfte sich das Trendwachstum weiter abschwächen. Die Industrie und der Export werden zwar wichtige Wachstumsträger bleiben, doch ohne stärkere Binnennachfrage und tiefgreifende Reformen der sozialen Sicherungssysteme bleibt Chinas Wachstumsmodell anfällig.

### Makroprognosen China

	2025	2026e	2027e
<b>BIP, real, % ggü. Vj.</b>	5.0	4.6	4.4
<b>Inflationsrate, %</b>	0.1	1.2	1.2
	Aktuell	3M	12M
<b>Leitzins, %</b>	2.00	1.75	1.50

e = Prognose

## Globale Makroprognosen

	BIP, real, % ggü. Vorjahr			Inflationsrate, %		
	2025	2026e	2027e	2025	2026e	2027e
<b>Industrieländer</b>						
Schweiz	1.2	1.2	1.6	0.2	0.6	0.9
Euroraum	1.4	1.5	1.8	2.1	1.9	2.0
UK	1.4	0.8	1.4	3.4	2.7	2.4
USA	2.2	2.0	1.4	2.9	3.2	2.6
Japan	1.2	0.6	0.7	3.2	2.7	1.8
<b>Schwellenländer</b>						
Brasilien	2.7	1.5	2.2	5.0	3.9	3.3
China	5.0	4.6	4.4	0.1	1.2	1.2
Indien	7.6	6.6	7.0	2.2	4.4	4.1
Russland	0.7	0.7	1.0	8.9	5.8	4.4
<b>Welt</b>	2.9	2.6	2.5			

e = Prognose

## Zentralbankerwartungen

	Aktuell	Prognose	
	09.03.2026	in 3 Monaten	in 12 Monaten
<b>Leitzinsen, %</b>			
Schweiz: SNB	0.00	0.00	0.00
Euroraum: EZB, Einlagezinssatz	2.00	2.00	2.00
UK: BoE	3.75	3.50	3.25
USA: Fed	3.50-3.75	3.50-3.75	3.25-3.50
Japan: BoJ	0.75	0.75	1.00
China: PBoC	2.00	1.75	1.50