

September 2025

Kernaussagen

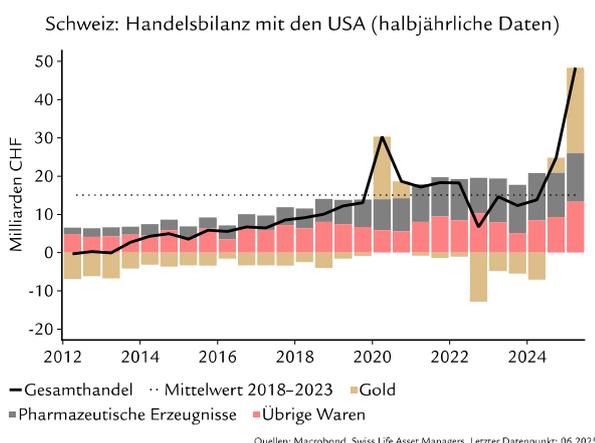
- USA: Die schleichende Abschwächung am US-Arbeitsmarkt dürfte die Notenbank zu Zinssenkungen bewegen S. 2
- Deutschland: Trotz konjunkturellem Rückschlag steigen die Stimmungsindikatoren weiter an S. 3
- Frankreich: Vergleichsweise optimistische Prognose zum BIP-Wachstum S. 3
- Schweiz: Unterschiedliche Betroffenheit und Handlungsspielräume gegenüber Zöllen S. 4
- Vereinigtes Königreich: Starkes Wachstum im zweiten Quartal, jedoch wenig nachhaltige Wachstumstreiber S. 5
- China: Exportwirtschaft zeigt sich robust, aber Preisverfall und Immobilienrisiken bleiben Belastungsfaktoren S. 5

Prognosevergleich

	2025 BIP-Wachstum		2026 BIP-Wachstum		2025 Inflation		2026 Inflation	
	Swiss Life	Konsensus	Swiss Life	Konsensus	Swiss Life	Konsensus	Swiss Life	Konsensus
USA	1.6% ↑	1.6% ↑	1.5%	1.7%	2.8% ↓	2.8% ↓	3.5%	2.7%
Eurozone	1.2%	1.2% ↑	1.1%	1.1%	2.1% ↑	2.1% ↑	2.0% ↑	1.8%
Deutschland	0.3% ↓	0.3% ↑	1.3% ↓	1.3% ↑	2.0%	2.1%	2.0%	1.9% ↓
Frankreich	0.7% ↑	0.6% ↑	1.2%	0.9%	1.1%	1.1% ↑	1.6%	1.5%
Italien	0.5%	0.5% ↓	0.6%	0.7%	1.6%	1.7%	1.8%	1.7% ↑
Spanien	2.5%	2.5% ↑	1.7%	1.9% ↑	2.6%	2.4%	1.8%	1.9%
Vereinigtes Königreich	1.2% ↑	1.0%	1.2%	1.0%	3.3%	3.3% ↑	2.3%	2.5% ↑
Schweiz	1.2%	1.1% ↓	1.1% ↓	1.3% ↓	0.2% ↑	0.2%	0.5%	0.5% ↓
China	4.8%	4.8% ↑	4.0%	4.2%	0.2%	0.2%	1.0%	0.8%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 11. August 2025

Grafik des Monats



Die USA begründen ihre Zollpolitik mit der Handelsbilanz mit der übrigen Welt. Es trifft zu, dass die Schweiz einen hohen Handelsbilanzüberschuss mit den USA erzielt. Man muss aber nicht weit zurückblicken, um Phasen mit ausgeglichener Bilanz zu erkennen. In den letzten zwei Semestern blähte die Ausfuhr von Pharmaprodukten und Gold den Saldo stark auf. Der hohe Überschuss im ersten Halbjahr 2025 ist zu drei Vierteln durch diese beiden Warenkategorien erklärt. Wenn die hohen Exportzahlen bei Pharmaprodukten und Gold zeitlich vorgezogen wurden, um Zöllen auszuweichen, ist eine Normalisierung auf die Saldi der Zeit von 2018 bis 2023 zu erwarten.

USA

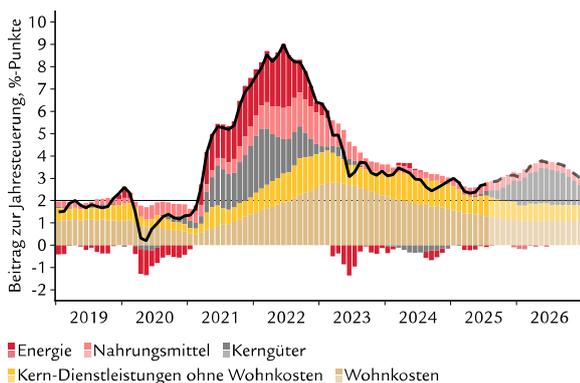
Warten auf die Zolleffekte

Wo bleiben die Kosten der US-Zölle hängen? Diese Frage ist nach wie vor schwierig abzuschätzen. Wie bereits in den Vormonaten gab es auch in den Juli-Daten keine Hinweise, dass ausländische Exporteure insgesamt Preiskonzessionen machten oder die Margen der Gross- und Detailhändler in den USA litten. Die Konsumentenpreise stiegen im Juli zwar weiter an, aber am stärksten im nicht direkt betroffenen Dienstleistungssektor. Dennoch legte die Inflation auch bei importlastigen Kerngütern (ohne Energie, Nahrungsmittel und Fahrzeuge) zu, und wir erwarten weiterhin einen spürbaren, wenn auch temporären Anstieg der Inflation über die kommenden Monate aufgrund der Zölle (siehe Grafik).

Schwächerer Arbeitsmarkt bringt Zinssenkungen

Dies bringt die US-Notenbank in eine schwierige Situation. Der Fed-Vorsitzende Powell schätzt zwar die zollbedingte Inflation ebenfalls als temporäres Phänomen ein, aber die hohe Kerninflation (3.1% im Juli) legt keine Lockerung der Geldpolitik nahe. Gleichzeitig ist der politische Druck für Zinssenkungen enorm, und das schwache Wirtschaftswachstum und die sich verschlechternde Situation am Arbeitsmarkt könnten eine weniger restriktive Geldpolitik auch ökonomisch rechtfertigen. So war das Stellenwachstum im Juli schwach und die Vormonate wurden deutlich nach unten korrigiert. Die Arbeitslosenquote blieb zwar mit 4.2% im Vergleich zum Vorjahr stabil, aber zahlreiche andere Indikatoren zeugen davon, dass es Stellensuchenden immer schwerer fällt, einen Job zu finden. Dies hat auch dazu geführt, dass der Lohndruck etwas zurückgegangen ist. Insgesamt rechnen wir damit, dass die schwächere Konjunkturdynamik zu einer höheren Arbeitslosenquote führen wird und die US-Notenbank trotz Inflation oberhalb des Notenbankziels zu mehreren Zinssenkungen veranlassen wird.

USA: Beiträge zur Gesamtinflation inkl. unserer Prognosen



Eurozone

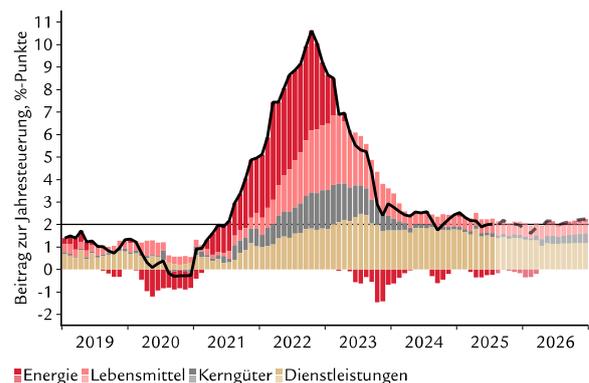
Rückläufiger Lohndruck

Obwohl die Arbeitslosenquoten in den einzelnen Eurozonenländern weiterhin auf Tiefstständen verharren, deuten verschiedene Indikatoren auf abnehmende Knappheit im europäischen Arbeitsmarkt hin. Einerseits scheint sich das Lohnwachstum stabilisiert zu haben oder sogar leicht rückläufig zu sein. Zwar werden die Lohndaten mit starker Verzögerung veröffentlicht, aber dennoch zeigt sich für das erste Quartal ein weiterer Rückgang in der Entschädigung pro Angestellten. Der Lohntracker der EZB, ein zeitnaher Indikator, bestätigt diesen Trend auch für das zweite Quartal und deutet auf eine signifikante Verlangsamung des Lohnwachstums hin. Andererseits ist auch die Stellenangebotsquote für die Eurozone seit einigen Quartalen rückläufig, und die Beschäftigungskomponente im Einkaufsmanagerindex für die Industrie hat sich nach einer kurzen Erholung im Juli im August wieder abgeschwächt. Das Bild für den Dienstleistungssektor sieht jedoch noch etwas besser aus. Die abnehmende Knappheit im Arbeitsmarkt ist für den Inflationsausblick eine willkommene Entwicklung. Insbesondere die Konvergenz der Arbeitsmarktdynamik innerhalb der Eurozone sollte der EZB die Arbeit etwas erleichtern.

Inflation pendelt sich um 2% ein

Die Gesamtinflation in der Eurozone verbleibt knapp über dem Inflationsziel von 2%. Wir erwarten, dass sie sich über die kommenden Monate auf diesem Niveau einpendelt. Neben dem abnehmenden Lohndruck dürfte auch das Umleiten von chinesischen Exporten in die Eurozone (anstelle der USA) dämpfend auf die Preise wirken, was dem anhaltenden Inflationsdruck bei den Dienstleistungspreisen entgegenwirken dürfte. Die EZB hat an ihrer letzten Pressekonferenz signalisiert, dass die Hürde für weitere Zinssenkungen höher ist als zuvor erwartet, weshalb wir keine weiteren Zinssenkungen von der EZB erwarten.

Eurozone: Beiträge zur Gesamtinflation inkl. unserer Prognosen



Deutschland

Zwischen Rückschlag und Zuversicht

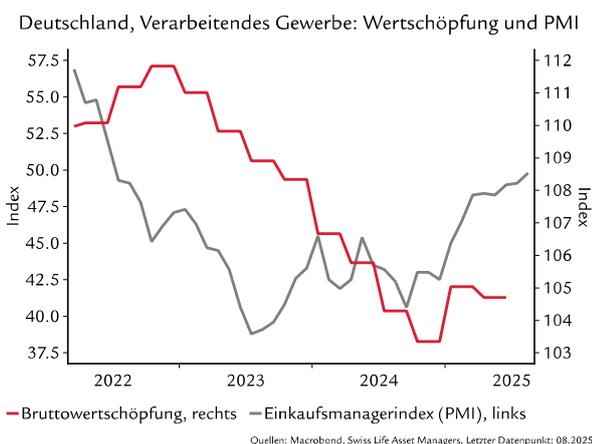
Die jüngste Revision des deutschen Bruttoinlandsprodukts zeigt für das zweite Quartal einen stärkeren Einbruch als bislang angenommen. Das Wachstum aus dem ersten Quartal wurde damit zunichtegemacht. Auf der Produktionsseite fiel der Rückgang breit aus, wobei sich der Rückschlag nach den vorgezogenen Exporten besonders im Juni deutlich zeigte. Auch der Bausektor verzeichnete einen markanten Rückgang, allerdings relativiert sich dieser teilweise durch das witterungsbedingt starke erste Quartal.

Während in den vergangenen Monaten das Bild einer belasteten Exportwirtschaft, aber einer soliden Binnenkonjunktur vorherrschte, zeigen sich nun auch Schwächen bei der inländischen Gesamtnachfrage. Besonders die Unternehmensinvestitionen gingen stark zurück. Als grundsätzlich vorlaufender Indikator ist dies ein negatives Signal, auch wenn Investitionen erfahrungsgemäss volatil sind. Gleichzeitig sanken die staatlichen Ausgaben im ersten Halbjahr 2025, da der provisorische Bundeshaushalt keine fiskalischen Impulse erlaubt.

Der konjunkturelle Rückschlag war zwar in Teilen erwartet worden, steht aber im Widerspruch zu den seit Jahresbeginn steigenden Stimmungsindikatoren wie dem ifo-Geschäftsklima und dem Einkaufsmanagerindex (PMI). Letzterer erreichte im verarbeitenden Gewerbe den höchsten Stand seit drei Jahren, obwohl die Produktion weiterhin nahe am Tiefpunkt liegt.

Stabile Inflation, steigende Löhne

Während die Verbraucherpreisinflation stabil bei 2.0% blieb, lag der BIP-Deflator, der die Preisentwicklung der gesamten Wirtschaftsleistung abbildet, im zweiten Quartal bei 2.8% gegenüber dem Vorjahresquartal. Die Bruttolöhne erhöhten sich zugleich um 4.7%, was auf eine Margenreduktion hindeutet. In den nächsten zwölf Monaten dürften sich die Lohnzuwächse und damit auch der Inflationsdruck spürbar abschwächen.



Frankreich

Fortsetzung des milden Aufschwungs

Über die Sommermonate scheint sich der moderate Aufschwung verfestigt zu haben. Die Banque de France geht davon aus, dass das Bruttoinlandsprodukt auch im dritten Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0.3% zulegen dürfte.

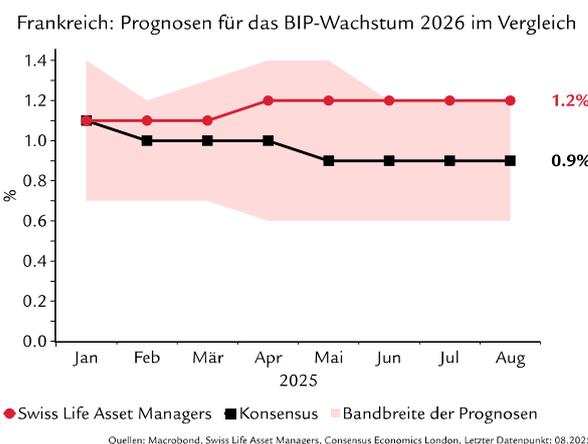
Wichtig wäre, dass sich auch die Qualität des Wachstums verbessert, indem die private Konsumnachfrage nachhaltiger zum Wachstum beiträgt. Im zweiten Quartal wurde das Wachstum noch vom Aufbau der Lagervorräte getrieben. Zu Beginn des dritten Quartals zeigten die Werte für den Einkaufsmanagerindex sowohl für die Dienstleister als auch für die Industrie nach oben. Für die Industrie wurde der höchste Wert seit Januar 2023 ausgewiesen. Die Lockerung der Geldpolitik stützt Europas Binnenkonjunktur. So lässt der Anstieg der Baubewilligungen auf eine Zunahme der Bautätigkeit schliessen. Die vor Wochen angekündigten Sparpläne der Regierung müssen nun aber im Lauf des Septembers den Widerspruch im Parlament und auf der Strasse überstehen. Ob die Mobilisierung der Gegnerschaft zu einer die Wirtschaft lähmenden Streikwelle führt, werden die kommenden Tage und die Vertrauensfrage am 8. September zeigen.

Unsere Wachstumsprognose bleibt vorerst im Vergleich zu anderen Instituten optimistisch. Das unten stehende Schaubild zeigt, dass wir für 2026 die höchste Prognose zur Umfrage der Firma Consensus Economics beigesteuert haben.

Inflationsrate weit unter Durchschnitt der Eurozone

Frankreichs Inflationsrate lag auch im Juli mit 0.9% weniger als halb so hoch wie in der Eurozone insgesamt. Unter den grossen Teilnehmerländern weist Frankreich die niedrigste Teuerungsrate auf. Wir gehen davon aus, dass dies auch 2026 so bleibt.

Die langfristigen Inflationserwartungen der Konsumenten und Investoren sind seit einigen Monaten gut verankert beim Zielwert der EZB von 2%.



Italien

Abrechnen nach dem Sommer

In den Medien machten Berichte von angeblich leeren Stränden während der italienischen Sommersaison die Runde. Die finale Abrechnung steht noch aus, da der Höhepunkt zumindest für italienische Reisende im August rund um Ferragosto liegt. Bis und mit Juni liegen aber Daten für das gesamte Land vor, die keineswegs von touristischer Flaute zeugen. Zwar schwanken die Logiernächte von inländischen Reisenden seit 20 Jahren zwischen 16 und 18 Millionen pro Monat (saisonbereinigt) und haben im ersten Halbjahr 2025 im Vorjahresvergleich stagniert. Die Logiernächte von ausländischen Touristen haben sich aber im selben Zeitraum von gut 12 auf 22 Millionen pro Monat fast verdoppelt und lagen im ersten Halbjahr 2025 6.3% über dem Vorjahr. Ausserhalb des Tourismussektors waren die Aktivitätszahlen im Juni eher schwach, aber der Start ins dritte Quartal 2025 scheint gemäss den Einkaufsmanagerindizes geglückt. Die Stimmung hat sich in der Industrie bezüglich des zukünftigen Geschäftsgangs deutlich aufgehellt, auch wenn die Auftragslage schwach bleibt. Der Dienstleistungssektor berichtete derweil von einem weiterhin guten Geschäftsgang und erfreulichen Aussichten.

Spanien

Einwanderung als Wachstumsstütze

Die starke Einwanderung ist nach wie vor eine wichtige Wachstumsstütze für die spanische Wirtschaft, die weiterhin deutlich über dem europäischen Durchschnitt wächst. Im Vergleich zu anderen europäischen Ländern weist Spanien einen hohen Anteil an Migranten aus Lateinamerika auf, was aufgrund der sprachlichen und kulturellen Nähe nicht überraschend ist. Spanien hat eine der höchsten Erwerbsquoten unter Einwanderern in der EU und diese tragen überproportional zum Beschäftigungswachstum bei. Die Einwanderer haben einerseits das verknappte Angebot an Arbeitskräften gelockert. Jedoch deuten Umfragen unter Unternehmen wie z. B. der Einkaufsmanagerindex darauf hin, dass der Arbeitskräftemangel weiterhin akuter ist als im europäischen Durchschnitt. Besonders der wichtige Tourismussektor berichtet immer noch von einem signifikanten Mangel an Arbeitskräften. Andererseits tragen die Immigranten auch als Konsumenten massgeblich zum BIP-Wachstum bei. Dieser positive Feedbackloop zwischen hoher Erwerbsbeteiligung und Konsum dürfte das BIP-Wachstum auch weiterhin stützen.

Schweiz

In der «Swiss Made»-Falle schlägt der Zollhammer zu

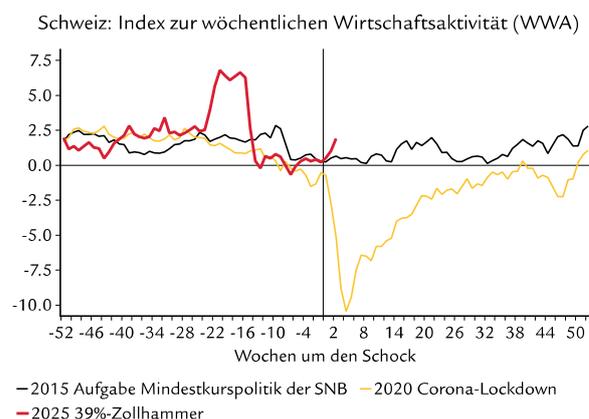
Grosse Teile der Schweizer Industrie kämpfen im US-Geschäft gegenüber ihrer europäischen oder japanischen Konkurrenz mit ungleich langen Spiessen. Die USA belasten Einfuhren aus der Schweiz um ganze 24 Prozentpunkte höher.

Wir unterscheiden fünf unterschiedliche Betroffenheitsstufen für die Schweizer Exporteure: Am stärksten trifft der Zollhammer Anbieter von Produkten, für welche die Schweizer Ursprungsbezeichnung das Alleinstellungsmerkmal darstellt. Zu dieser Gruppe zählt die Uhrenindustrie. Am anderen Ende des Spektrums befinden sich Weltmarktführer mit hochstehenden Nischenprodukten und wenig internationaler Konkurrenz. Diese Firmen sind in der Lage, die Zölle an ihre Kunden in den USA weiterzugeben. Darüber hinaus haben sie aber die Möglichkeit, ihre Produktion zu verlagern, sollte der Zollnachteil Bestand haben. Dazwischen finden sich Hersteller mit mittelfristigem Spielraum zur Auslagerung oder der Option, aus dem US-Geschäft auszusteigen. Unsere revidierte Prognose trägt diesen Handlungsmöglichkeiten und der erforderlichen Zeit für Umstellungen Rechnung. Die aktuell bekannten Zollsätze nehmen wir als gegeben an. Erfährt die Schweiz eine weniger nachteilhafte Behandlung, ist die Prognose erneut anzupassen.

Zur Beobachtung der Konjunkturdynamik bietet sich der hochfrequente Index zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität WWA des Staatssekretariats für Wirtschaft SECO an. Die Entwicklung im zweiten Halbjahr 2025 dürfte leicht unter der schwarzen Linie verlaufen.

Arbeitsmarkt verstärkt disinflationäre Tendenz

Je länger der Nachteil der Schweizer Exportwirtschaft gegenüber der Konkurrenz Bestand hat, umso höher die Anreize zur Auslagerung der Produktion. Diese Entwicklung hat negative Folgen für den Arbeitsmarkt und würde über die Zeit die Disinflation verstärken.



Vereinigtes Königreich

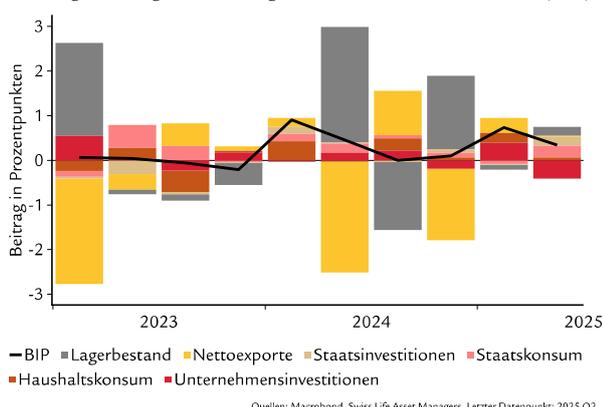
Starker Staatskonsum, schwacher Rest

Das britische Bruttoinlandsprodukt überraschte im zweiten Quartal mit einem stärkeren Wachstum als erwartet und legte um 0.3% zu. Ausschlaggebend dafür war vor allem ein sehr starker Juni mit einem monatlichen Wachstum von 0.4%, das die schwache Entwicklung im April und Mai ausgleichen konnte. Zudem trug ein verspäteter staatlicher Impuls zur positiven Entwicklung bei, was auf Massnahmen aus dem Herbstbudget vom Oktober zurückzugehen scheint. Allerdings zeigen die Details aus dem privaten Sektor ein deutlich schwächeres Bild. Die privaten Konsumausgaben stiegen lediglich um 0.1%, während die Unternehmensinvestitionen um 4% zurückgingen – vermutlich eine Gegenbewegung zur starken Entwicklung im ersten Quartal. Insgesamt ergibt sich daraus ein wenig nachhaltiger Wachstumsmix. Die staatliche Unterstützung dürfte nicht von Dauer sein, was sich bereits mit einem Rückgang der Staatsausgaben in den Juni-Daten zeigt. Für das dritte und vierte Quartal rechnen wir daher mit einer Umkehrung der Wachstumsstärke, weshalb wir die Quartalswachstumsprognose für das dritte und vierte Quartal leicht nach unten korrigiert haben. Vorlaufende Indikatoren wie der Einkaufsmanagerindex für die Industrie geben eine erste Indikation für dieses Bild. Nach einer leichten Erholung im Juli schwächte sich der Index im August wieder ab.

Lebensmittelpreise weiter im Fokus

Die Gesamtinflation stieg im Juli erneut an, getrieben von einem weiteren Anstieg der Dienstleistungspreise. Die volatilen Flugpreise machten den Grossteil dieses Anstiegs aus. Während die Bank of England (BoE) den transportbedingten Inflationsdruck vermutlich ignorieren wird, liegt ihr Fokus zunehmend auf den Lebensmittelpreisen, welche den zweiten Monat in Folge angestiegen sind – in Kombination mit dem Preisdruck im Dienstleistungssektor eine weiterhin beunruhigende Entwicklung für die BoE.

Vereinigtes Königreich: Beiträge zum BIP-Quartalswachstum (real)



China

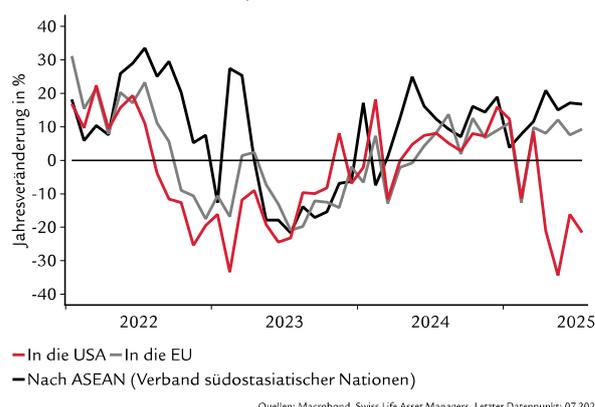
Eine weitere Verschnaufpause

Im Vergleich zur konfrontativen Rhetorik der USA gegenüber China in den ersten Monaten der Amtszeit von Donald Trump hat sich der Ton zuletzt deutlich gemässigt. Eine Mitte August ausgelaufene Zollverhandlungsfrist wurde um weitere 90 Tage verlängert. Ein neuer kritischer Stichtag ist nun der 9. November. Zwar bestehen weiterhin viele potenzielle Konfliktfelder zwischen den beiden Ländern – von Exportbeschränkungen über das US-Handelsdefizit bis hin zu Chinas Industriepolitik und staatlich subventionierten Schlüsselbranchen – doch überwiegt derzeit die Bereitschaft zur Lösungsfindung, anstatt den Zollkonflikt erneut eskalieren zu lassen. China sieht sich derweil bereits mit einem signifikanten Zollsatz von 40% konfrontiert, zeigt sich jedoch als bemerkenswert widerstandsfähig: Die Exporte stiegen im Juli um über 7%. Ein Faktor dieser Robustheit ist die Umlenkung von Handelsströmen zur Umgehung von Zöllen – ein Effekt, der allerdings nachlassen dürfte, sobald auch auf Umleitungen Zölle erhoben werden. Ebenfalls stabilisierend ist die geografische Diversifizierung der Handelspartner. Derweil rückt der Immobilienmarkt wieder stärker in den Fokus. Nach mehreren Monaten stabiler Nachfrage zeigen sich erneut rückläufige Entwicklungen bei Verkäufen und Preisen. Sollte sich dieser Trend fortsetzen, dürfte die Regierung dem Thema wieder verstärkte Aufmerksamkeit widmen.

«Anti-Involution» wird Preiszerfall nicht aufhalten

Im Juli lag die Inflation in China bei 0%. Die Ursachen sind ein Überangebot, schwache Nachfrage und starker Wettbewerb. Die Regierung hat eine sogenannte «Anti-Involution»-Kampagne angekündigt, um dem Preisverfall entgegenzuwirken, die jedoch nur sektorspezifisch und eher zurückhaltend ausfallen dürfte, da ein hartes Eingreifen in die industriellen Überkapazitäten mit dem Risiko steigender Arbeitslosigkeit verbunden ist.

China: Exporte nach Destination



Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
in@marc_brütsch



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
in@damian_künzi



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife-am.com
in@josipa_markovic



Christoph Lauper
Economist Quantitative Analysis
christoph.lauper@swisslife-am.com
in@christoph_lauper



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com
in@florence_hartmann

Haben Sie Fragen an uns oder möchten Sie unsere Berichte abonnieren?

Senden Sie eine E-Mail an: info@swisslife-am.com.

Für mehr Informationen besuchen Sie auch unsere Website: www.swisslife-am.com/research



Erstellt und verabschiedet durch das Macroeconomic Research Department, Swiss Life Investment Management Holding AG, Zürich

Swiss Life Asset Managers hält fest, dass die oben stehend erläuterten Empfehlungen möglicherweise vor der Publikation dieses Dokuments durch Swiss Life Asset Managers umgesetzt worden sind. Wir stützen uns in der Erstellung unserer Prognosen auf Quellen, die wir für vertrauenswürdig halten, lehnen jedoch jede Garantie betreffend Richtigkeit oder Vollständigkeit der verwendeten Informationen ab. Dieses Dokument beinhaltet Aussagen zu in der Zukunft liegenden Entwicklungen. Wir übernehmen keinerlei Verpflichtung, diese Annahmen später zu aktualisieren oder zu revidieren. Die tatsächlichen Entwicklungen können im Ergebnis von unseren ursprünglichen Erwartungen deutlich abweichen.

Frankreich: Die Abgabe dieser Publikation an Kunden und potenzielle Kunden in Frankreich erfolgt durch Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, F-75001 Paris. **Deutschland:** Die Abgabe dieser Publikation in Deutschland erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstrasse 125, D-60598 Frankfurt am Main, und BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Grossbritannien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Schweiz:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch die Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norwegen:** Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VIIs gt 1, NO-0161 Oslo. **Italien:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, Via San Prospero 1, I-20121 Milano. **Dänemark:** Die Abgabe dieser Publikation erfolgt durch Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.