

Oktober 2025

## Kernaussagen

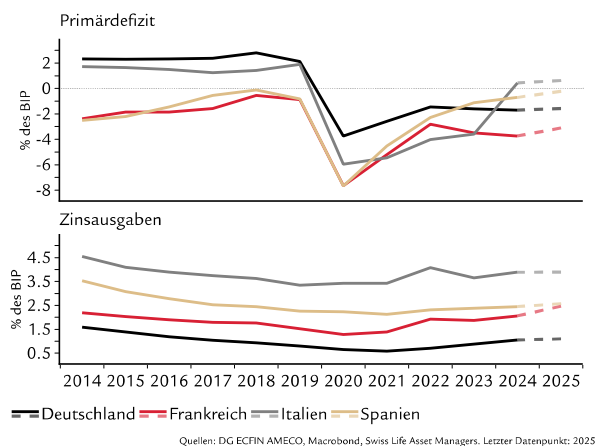
- USA: Der Arbeitsmarkt schwächelt, aber tiefere Leitzinsen und der Aktienmarktboom stützen den Konsum S. 2
- Deutschland: Die fiskalische Expansion nimmt mit dem Budget 2025 Gestalt an S. 3
- Frankreich: Politische Unsicherheit belastet die Konsumentenstimmung S. 3
- Schweiz: Hoffen auf erfolgreiche Nachverhandlungen zu den US-Zöllen S. 4
- Vereinigtes Königreich: Der fallende Lohndruck als willkommene Entwicklung für die Bank of England S. 5
- China: Eine Trendwende bei der Deflation bleibt aus, und auch global trägt China zu tieferen Güterpreisen bei 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	1.7% ↑	1.7% ↑	1.5%	1.7%	2.8%	2.8%	3.5%	2.7%
Eurozone	1.2%	1.2%	1.0% ↓	1.1%	2.1%	2.1%	2.0%	1.8%
Deutschland	0.3%	0.2% ↓	1.3%	1.2% ↓	2.0%	2.1%	2.0%	1.9%
Frankreich	0.7%	0.6%	1.0% ↓	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%	1.6% ↓
Spanien	2.5%	2.6% ↑	1.7%	1.9%	2.6%	2.5% ↑	1.8%	1.9%
Vereinigtes Königreich	1.2%	1.2% ↑	1.2%	1.0%	3.3%	3.4% ↑	2.3%	2.6% ↑
Schweiz	1.2%	1.2% ↑	1.1%	1.3%	0.2%	0.2%	0.5%	0.6% ↑
China	4.8%	4.8%	4.0%	4.3% ↑	0.1% ↓	0.1% ↓	1.0%	0.7% ↓

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 8. September 2025

## Grafik des Monats



Die Herausforderungen der Eurostaaten sind gewaltig. Verschlechterte Sicherheitslage, Rückgang des Freihandels und schwaches Wachstum erfordern beträchtliche staatliche Investitionen. Gleichzeitig sind die Primärdefizite in vielen europäischen Ländern bereits heute nicht nachhaltig und die durchschnittliche Schuldenlast sehr hoch. Die Entwicklung der staatlichen Investitionen ist daher ungewiss. Deutschland dürfte deutlich expansiver werden, während Spanien und Italien ihre Staatsfinanzen konsolidieren. Frankreich ist politisch blockiert, dürfte sich wohl dennoch zu einer gewissen Konsolidierung des grossen Defizits durchringen.

## USA

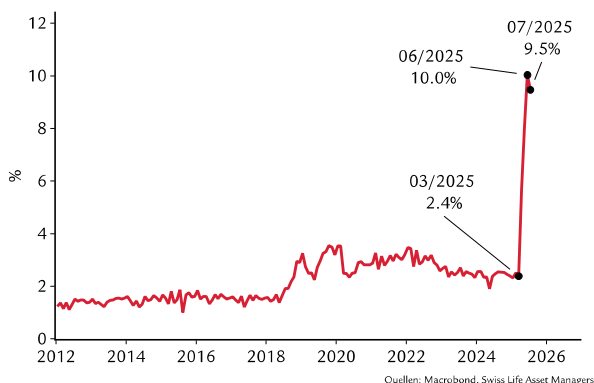
### Bad News Are Good News

Die Aussicht auf Leitzinssenkungen hat die Finanzmärkte in den USA befeuert. Das führt zur paradoxen Situation, dass die US-Arbeitsmarktdaten schwach genug sein müssen, um die Zinssenkungserwartungen am Leben zu erhalten, aber gleichzeitig gut genug sein sollten, damit keine Rezessionsängste aufflammen. Bis jetzt gelang die Gratwanderung. Das Wirtschaftswachstum in den USA hat sich im zweiten Halbjahr 2025 wie erwartet auf einem tiefen Niveau eingependelt. Der Boom an den Aktienmärkten und die lockeren Finanzierungsbedingungen stützen insbesondere das Wachstum des Privatkonsums und der Unternehmensinvestitionen. Die Unternehmensumfragen bleiben solide, wobei die Firmen angesichts der wirtschaftspolitischen Unsicherheit sowohl bei Neueinstellungen als auch bei Entlassungen zurückhaltend sind. Sorgenkind bleibt der Häusermarkt, der unter den hohen Hypothekarzinsen ächzt. Hier sind nur geringfügige Impulse der Leitzinssenkungen zu erwarten, da die relevanten Langfristzinsen auf hohen Niveaus verankert bleiben.

### Importeure weichen höheren Zöllen aus

Die US-Inflation steigt an, getrieben durch höhere Konsumgüterpreise und Zolleffekte, wobei letztere nach wie vor unter unseren Erwartungen bleiben. Gemessen am letztjährigen Import-Warenkorb liegt der durchschnittliche Zollsatz seit Mai zwischen 17 und 19%. Tatsächlich betragen die Zolleinnahmen im Juni und Juli aber nur 10% der US-Importe. Dies deutet darauf hin, dass Importeure mittels Vorziehens von Importen und Substitution von Produkten versuchen, die hohen Zölle zu vermeiden. Aufgrund dieser Substitutionseffekte ist unsere relativ hohe Inflationsprognose von 3.5% für 2026 mit Abwärtsrisiken behaftet. Die Sorge vor dem schwächeren Arbeitsmarkt und der politischen Druck dürften aber ohnehin dominieren und die US-Notenbank zu weiteren Zinsschritten bewegen.

USA: effektiver monatlicher Zollsatz  
(Zolleinnahmen/Gesamtimporte)



## Eurozone

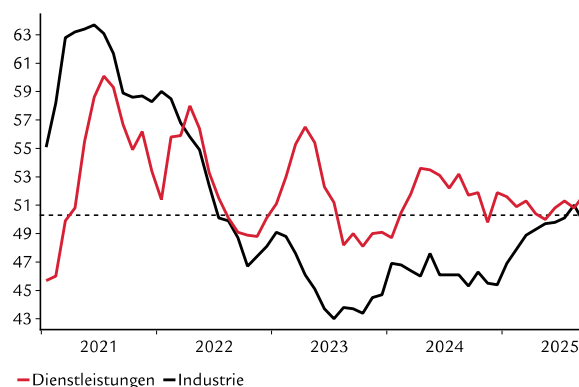
### Der Industriesektor bleibt robust

Die Industrieproduktion zeigt sich weiterhin resilient gegenüber dem US-Zollschock und wuchs im Juli um 0.3% im Vergleich zum Vormonat, während der Rückgang im Juni weniger drastisch ausfiel als zuvor berichtet. Die Erholung im Juli war vor allem durch Deutschland getrieben, wo die Industrieproduktion um 1.5% zulegte. Gleichzeitig ging sie in Spanien und Frankreich zurück. Die Daten geben aufgrund ihrer verzögerten Veröffentlichung jedoch nur bedingt Aufschluss über die aktuelle Situation. Zeitnähere Indikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes (PMI) zeigen ebenfalls weiterhin ein robustes Bild des Industriesektors, obwohl der vorläufige PMI für die Industrie im September leicht unter die Wachstumsschwelle von 50 zurückfiel. Jedoch wuchs der Subindex für die Industrieproduktion, wenn auch etwas schwächer als im August. Weiterhin robuster als der Industriesektor entwickelt sich der PMI für den Dienstleistungssektor, welcher weiterhin deutlich über 50 liegt und damit im September den PMI für die Gesamtwirtschaft auf das höchste Level seit Mai 2024 gehoben hat.

### Grosse Inflationsdifferenzen innerhalb der Eurozone

Im August stieg die Gesamtinflation zwar leicht auf 2.1% an, bleibt jedoch weiterhin gut am Inflationsziel verankert. Die Dienstleistungsinflation, welche zwar immer noch über 3% liegt, ging im August weiter zurück. Diese Entwicklung dürfte sich aufgrund des abnehmenden Lohnendrucks in den kommenden Monaten fortsetzen. Innerhalb der Eurozone sind die Inflationsunterschiede jedoch bedeutend und reichen von -0.1% in Zypern bis 6.2% in Estland. Unter den grossen Ländern der Währungsunion sticht Frankreich hervor, wo die Inflationsrate seit Monaten unter 1% liegt. Diese Differenzen innerhalb der Eurozone machen die Arbeit für die EZB nicht einfacher. So dürfte die momentane Geldpolitik für Länder wie Frankreich weiterhin zu restriktiv ausfallen.

Eurozone: Einkaufsmanagerindizes



## Deutschland

### Fiskalische Expansion nimmt Gestalt an

Mit der Verabschiedung des Bundeshaushalts 2025 wird die lang angekündigte fiskalische Expansion umgesetzt. Der Etat umfasst Ausgaben von EUR 502 Mrd., rund 25 Mrd. mehr als im Vorjahr. Die jährliche Neuverschuldung steigt auf über EUR 140 Mrd. Ab dem vierten Quartal können die staatlichen Investitionen damit deutlich erhöht werden (siehe Grafik).

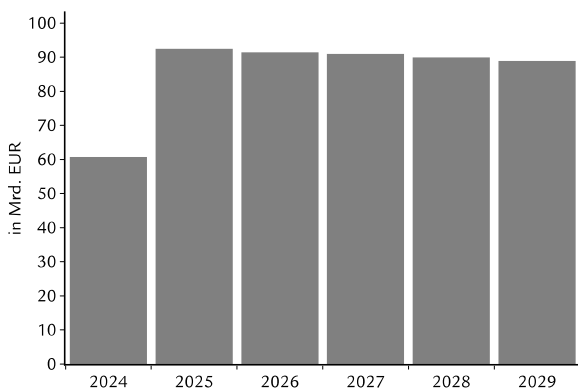
Die aktuellen konjunkturellen Signale bleiben jedoch gemischt. Geringe Nachfrage und anhaltende Unsicherheit trüben weiterhin das Wachstum, besonders im verarbeitenden Gewerbe und bei den Exporten. Die schwachen Auftragseingänge sprechen ebenfalls gegen eine rasche Verbesserung der aktuellen Lage.

Gleichzeitig mehren sich die Kritikpunkte am Einsatz der neuen Sondervermögen. Gemäss Berechnungen des ifo Instituts werden Investitionen von EUR 16 Mrd. vom Kernhaushalt in den Infrastrukturfonds verschoben, während mit den freiwerdenden Mitteln unter anderem die Sozialausgaben um EUR 11 Mrd. erhöht werden. Somit werden Reformen des Rentensystems herausgezögert. Mittelfristig dürften die höheren Investitionen einen klar positiven Effekt haben und schon dieses Jahr zu einem beschleunigten Wachstum beitragen – unabhängig davon, ob sie langfristig auch zu höherer Produktivität und stärkerem Potenzialwachstum führen.

### Kerninflation ist weiterhin erhöht

Die Kerninflation verharrte im August bei 2.7%, da vor allem Dienstleistungen (+3.1%) und Nahrungsmittel (+2.5%) im Jahresvergleich deutliche Preiserhöhungen verzeichneten. Energiepreise wirkten weiterhin dämpfend (-2.4%). Dieser Effekt schwächt sich aber ab, was zu Basiseffekten und vorübergehend leicht erhöhter Inflation führt. Mittelfristig erwarten wir aber weiterhin stabile Inflationsraten nahe des 2%-Zieles.

Deutschland: Erwartete öffentliche Investitionen auf Bundesebene



## Frankreich

### Rückläufige Konsumentenstimmung

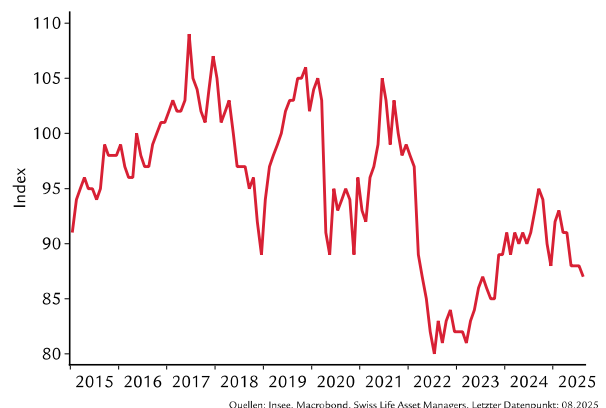
Die politische Lähmung seit der Auflösung des Parlaments durch Präsident Macron im Sommer 2024 trübt den Blick auf einen moderaten konjunkturellen Aufschwung. Die Banque de France rechnet für das dritte Quartal 2025 unverändert mit einer Wachstumsrate von 0.3% gegenüber dem Vorquartal. Nach negativem Wachstum im Schlussquartal 2024 setzt sich die Erholung in Richtung langfristiges Potenzialwachstum weiter fort. Dazu passt, dass die von der Nachrichtenagentur Bloomberg befragten Ökonomen die Wahrscheinlichkeit einer Rezession per Saldo geringer einschätzen als noch vor einem Monat. Besonders hervorzuheben ist der Rückenwind im Baugewerbe. Die Anzahl der Baubewilligungen im Wohnungsbau nahm bis Juli im Vorjahresvergleich um 20% zu.

Allerdings ist aktuell eine gegenläufige Tendenz zwischen leicht verbesserter Unternehmerstimmung und deutlich rückläufiger Konsumentenstimmung festzustellen. Trotz steigender Reallöhne bleibt der Kaufkraftverlust eine der Hauptsorgen in der Bevölkerung im Erwerbsalter. Zusammen mit der Annahme, dass bis zu den Präsidentschaftswahlen 2027 kein positiver Fiskalimpuls mehr zu erwarten ist, führt dies zu einer Abwärtsrevision unserer Prognose zum BIP-Wachstum 2026.

### Anstieg der Inflationsrate zu erwarten

2025 rechnen wir mit einer mittleren Jahreststeuerung von 1.1%, deutlich tiefer als die 2.0% des Vorjahrs. Trotz leichtem Anstieg in den kommenden Monaten bleibt die Inflationsrate im Basisszenario bis Ende 2026 unterhalb der Schwelle von 2%. Gemessen an den Preisen für inflationsgeschützte Anleihen sind die langfristigen Inflationserwartungen der Anleger weiterhin sehr gut verankert. Würde die EZB ihre Geldpolitik nur an den Verhältnissen in Frankreich ausrichten, hätte sie Spielraum für weitere Zinssenkungen.

Frankreich: Konsumentenstimmung



## Italien

### Inflation am Ziel

In Italien liegt die Kerninflation, welche Energie und Nahrungsmittel ausschliesst, seit drei Monaten bei genau 2% und damit beim Inflationsziel der EZB. Die Gesamtinflation notierte im August dank rückläufigen Energiepreisen bei nur 1.6% und ist damit im Euroraum nur in Frankreich und Zypern tiefer. Der Handelskrieg reduziert den Inflationsdruck zusätzlich. Die Produzentenpreise der Industrie (ohne Bau- und Energiesektor) haben sich seit Anfang Jahr für den inländischen Markt seitwärts bewegt, während sie für Exportprodukte besonders zwischen April und Juni etwas zurückgegangen sind. Exporteure mussten also gewisse Preiseinbussen hinnehmen, mutmasslich aufgrund der Kombination von tieferem US-Dollar und höheren Zollkosten für Ausfuhren in die USA. Derweil halten sich die Aktivitäts- und Umfragezahlen relativ gut und deuten bisher auf ein schwaches, aber positives Wirtschaftswachstum von rund 0.1% im dritten Quartal hin. Damit schöpft Italien sein Potenzialwachstum nicht aus, was in Kombination mit der Inflation unter 2% den Schluss nahelegt, dass die Geldpolitik der EZB für Italien derzeit zu restriktiv ist.

## Spanien

### Preisdruck steigt wieder an

Nach einem temporären Rückgang auf das 2%-Inflationsziel der EZB im Mai ist die Gesamtinflation in Spanien im August wieder auf 2.7% gestiegen. Die Kerninflation verzeichnete einen ähnlichen Anstieg auf 2.4% im August. Der Anstieg der Gesamtinflation war vor allem getrieben durch höhere Energiepreise und Treibstoffkosten. Auch liegt die Vermutung nahe, dass die starke Nachfrage aus dem Tourismussektor gewissen Aufwärtsdruck auf die Preise ausgeübt hat. Tourismusdaten deuten für 2025 auf ein erneutes Rekordjahr hin. So liegt die Inflation in touristisch wichtigen Regionen wie den Balearischen Inseln oder Valencia deutlich über dem Landesdurchschnitt. Auch die Inflationskomponente «Hotels & Restaurants», welche einen typischen Tourismussektor darstellt, hat überdurchschnittlich zum August-Anstieg beigetragen. Das weiterhin starke Wirtschaftswachstum dürfte weiterhin für höheren Preisdruck als in der Eurozone führen. Wir rechnen deshalb für den Rest des Jahres damit, dass die Jahresteuern über den 2% verbleibt. Erst Anfang 2026 erwarten wir einen Rückgang unterhalb des Inflationsziels.

## Schweiz

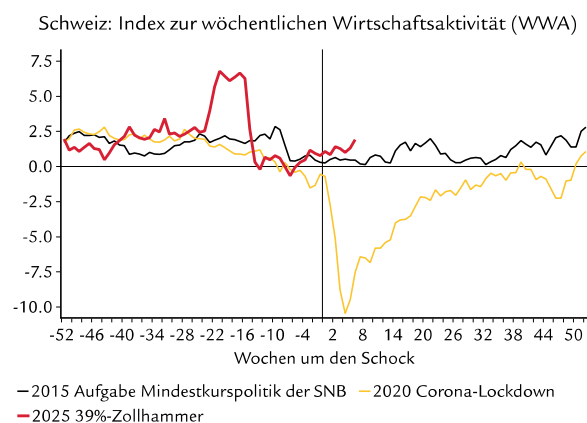
### Reallohnanstieg federt Exportrückgang ab

An der Zollfront wurden bisher keine Verhandlungserfolge erzielt. Entsprechend halten wir für unsere Prognosen an der Annahme fest, wonach der Industriestandort Schweiz weiter von der Zollscheren gegenüber der Konkurrenz aus Europa oder Japan betroffen bleibt. Im Bruttoinlandsprodukt der Schweiz werden die Spuren in den kommenden Quartalen zuerst in Form von rückläufigen Exporten in die USA erkennbar werden. Haltbare Güter, wie beispielsweise Uhren, wurden zur Vermeidung der Zölle bereits vorzeitig in diesen Markt verschifft. Entsprechend ist in den Handelsdaten für August ein deutlicher Rückgang der Ausfuhren erkennbar. Der agile Privatsektor lotet darüber hinaus Möglichkeiten der Produktionsverlagerung aus, was mit Fortdauer der Ungleichbehandlung der Schweizer Industrie gegenüber ihren Mitbewerbern das Potenzialwachstum mindert. Eine Eintrübung des Arbeitsmarkts ist die Folge. Gemäss einer Umfrage der Konjunkturforschungsstelle an der ETH Zürich haben die Industriefirmen im August ihre Pläne zum Einkauf von Vorprodukten erheblich nach unten angepasst.

Der Index zur wöchentlichen Wirtschaftsaktivität (WWA) des SECO als Abbild der Verfassung der Gesamtwirtschaft reicht inzwischen bis zur ersten Septemberwoche und lässt bisher auf fortgesetztes Wachstum schliessen. Die Binnenkonjunktur ist gestützt von einem Reallohnanstieg von rund 2% gegenüber 2024. Die Bauwirtschaft profitiert weiterhin von der expansiven Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank.

### Starker Rückgang der Produzentenpreise

Die Abkühlung am Arbeitsmarkt dämpft den Inflationsdruck mittelfristig. Am aktuellen Rand wirken die sinkenden Import- und Energiepreise auf Produzentenstufe disinflationär. Bis August 2025 gab der Index der Produzenten- und Importpreise im Vorjahresvergleich um 1.8% nach.



## Vereinigtes Königreich

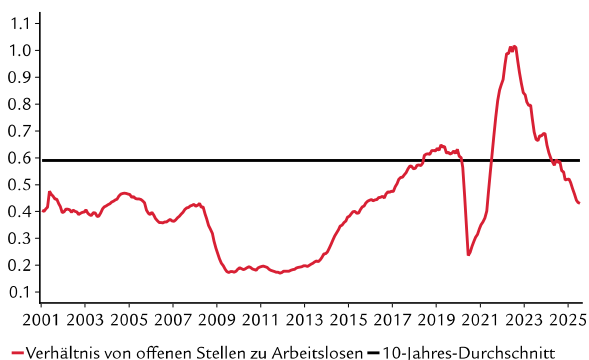
### Wachstum kühlt sich ab

Nach dem stärkeren als erwarteten Wachstum im zweiten Quartal hat sich die britische Wirtschaft wie erwartet zu Beginn des dritten Quartals etwas abgekühlt. Das monatliche BIP-Wachstum für Juli zeigt eine Stagnation, allerdings nach einem starken Wachstum im Vormonat. Die Details zeigen ein leichtes Wachstum im Dienstleistungssektor, welchem ein Rückgang in der Industrieproduktion gegenübersteht. Die Einzelhandelsumsätze legten im Juli ebenfalls zu. Auch im August zeigte sich eine robuste Konsumnachfrage. Währenddessen schwächt sich der Arbeitsmarkt langsam, aber stetig ab. Diese Schwäche scheint aber die Konsumausgaben der Privathaushalte (noch) nicht negativ zu beeinflussen. Jedoch verzeichnete die Konsumentenstimmung im September einen Rückgang. Für den Rest des dritten Quartals zeichnen vorlaufende Indikatoren wie die Einkaufsmanagerindizes dennoch ein relativ robustes Bild, wenn auch der Schwung etwas abnimmt. Der PMI für die Gesamtwirtschaft lag im September zwar weiterhin bei einem soliden Wert von 51,0, verzeichnete jedoch einen deutlichen Rückgang vom Höchstwert im August.

### Lichtblick für die Zentralbank: schwächerer Lohndruck

Die Inflation blieb im August hartnäckig und verharrete bei 3,8%. Der sich abschwächende Arbeitsmarkt, besonders das abnehmende Lohnkostenwachstum, dürfte für die Bank of England (BoE) momentan eine der wenigen Hoffnungen auf tiefere Inflationsraten sein, besonders da die BoE nicht von einer rapiden Verschlechterung des Arbeitsmarkts ausgeht. Die offenen Stellen sind allerdings weiter zurückgegangen. Damit liegt das Verhältnis von offenen Stellen zu Arbeitslosen, ein wichtiger Indikator für die BoE, momentan deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt und deutet auf einen lockeren Arbeitsmarkt hin. Das sollte den Lohndruck, und damit auch den Inflationsdruck, über die kommenden Monate etwas abschwächen.

Vereinigtes Königreich: Verhältnis von offenen Stellen zu Arbeitslosen



Quellen: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 08.2025

## China

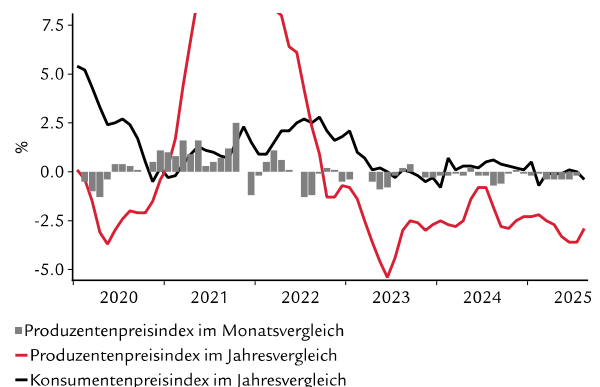
### «Anti-Involution»: Fluch oder Segen?

Die jüngsten Konjunkturdaten aus China fielen schwächer aus als erwartet. Neben der bekannten Immobilienkorrektur belastet nun auch eine neue Regierungskampagne die Wirtschaftsdynamik: Die sogenannte «Anti-Involution»-Initiative zielt darauf ab, Überkapazitäten und ruinösen Wettbewerb in Industriebranchen zu begrenzen. Ziel ist es, Preisverfall und sinkende Unternehmensgewinne zu stoppen – die Produzentenpreise sind seit über 30 Monaten rückläufig. Betroffen sind Branchen wie Stahl, Chemie, Zement, Glas sowie Zukunftssektoren wie Elektrofahrzeuge, Batterien und Solarenergie. Die konkreten Massnahmen sind bislang moderat: Es geht nicht um flächendeckende Produktionskürzungen, sondern primär um das Auslaufen von Subventionen der Lokalregierungen und strengere Marktzugangsregeln. Kurzfristig dämpft die Kampagne die Investitionen im Industriesektor. Mittel- bis langfristig könnte sie jedoch zur Stabilisierung der Preise und zur Stärkung profitabler Unternehmen führen. Insgesamt handelt es sich um einen vorsichtigen Versuch, das industrielle Wachstum nachhaltiger zu gestalten. Besonders der Hightech-Sektor, heute das zentrale Rückgrat der chinesischen Wirtschaftsdynamik, soll dadurch langfristig gestärkt werden.

### Nachlassende Deflation bei Produzentenpreisen

Im August verzeichneten erstmals seit neun Monaten die Produzentenpreise im Monatsvergleich keinen Rückgang mehr. Diese Entwicklung spiegelt erste Effekte der Anti-Involution-Kampagne wider, insbesondere in Branchen wie Kohle, Metallen, Solar und E-Mobilität. Da die Massnahmen jedoch moderat bleiben und das Produktionsniveau weiterhin die Nachfrage übersteigt, ist kurzfristig nicht mit einer deutlichen Trendwende bei der deflationären Preisentwicklung zu rechnen. Auch global wird China entsprechend zu tieferen Güterpreisen beitragen.

China: Inflationskennzahlen



Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Letzter Datenpunkt: 08.2025

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

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