

Mai 2026

Kernaussagen

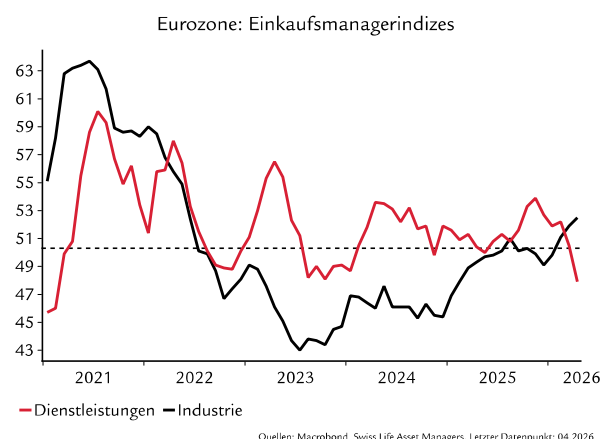
- USA: Die Verbesserung am Arbeitsmarkt und die zyklische Erholung der Industrie stützen das Wachstum S. 2
- Deutschland: Umfragedaten signalisieren klare Abkühlung der Konjunktur S. 3
- Frankreich: Die Konsumenten sind stark verunsichert S. 3
- Schweiz: Höhere ÖV-Tarife sorgen für Anhebung der Inflationsprognose 2027 S. 4
- Vereinigtes Königreich: Der Dienstleistungssektor zeigt sich noch resilient S. 5
- China: Wachstum wird von High-Tech-Exporten getragen, Auswirkungen des Irankriegs bleiben begrenzt S. 5

Prognosevergleich

	2026 BIP-Wachstum		2027 BIP-Wachstum		2026 Inflation		2027 Inflation	
	Swiss Life	Konsensus	Swiss Life	Konsensus	Swiss Life	Konsensus	Swiss Life	Konsensus
USA	2.3%	2.1% ↓	2.0%	2.0%	3.1% ↑	3.2% ↑	2.3%	2.4%
Eurozone	1.0%	0.9% ↓	1.2%	1.3% ↓	2.3%	2.7% ↑	1.6% ↓	2.1% ↑
Deutschland	0.7% ↓	0.7% ↓	1.3%	1.3% ↓	2.5% ↑	2.7% ↑	1.8% ↑	2.2% ↑
Frankreich	1.1%	0.9% ↓	1.2%	0.9% ↓	1.6% ↑	1.8% ↑	1.3%	1.6% ↑
Italien	0.8%	0.5% ↓	0.8%	0.7% ↓	2.3% ↑	2.7% ↑	1.5%	1.9% ↑
Spanien	2.2%	2.2% ↓	1.8%	1.9% ↓	2.9% ↑	2.9% ↑	1.5% ↓	2.1% ↑
Vereinigtes Königreich	0.9%	0.6% ↓	1.3%	1.1% ↓	2.9%	3.1% ↑	1.9%	2.5% ↑
Schweiz	1.1%	1.0% ↓	1.4%	1.4% ↓	0.6%	0.6% ↑	0.8% ↑	0.7% ↑
China	4.7% ↑	4.6%	4.7%	4.4% ↓	0.8%	1.0% ↑	1.0%	1.0%

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 16. April 2026

Grafik des Monats



Die Einkaufsmanagerindizes (PMI) zeigen in der Eurozone derzeit eine klare Divergenz zwischen Industrie- und Dienstleistungssektor. Die Industrie, oft durch langfristige Aufträge und Investitionen gebunden, befindet sich laut dem PMI für April trotz des Irankriegs weiterhin im Aufschwung. Die robuste Auftragslage lässt gewisse Vorholeffekte der Firmen vermuten, um allfälligen Preisanstiegen zuvorzukommen, und spricht zugleich für einen temporären Charakter dieser Dynamik. Der Dienstleistungssektor reagiert hingegen momentan deutlich nachfragesensitiver und scheint die Auswirkungen der gestiegenen Preise schon deutlicher zu spüren.

USA

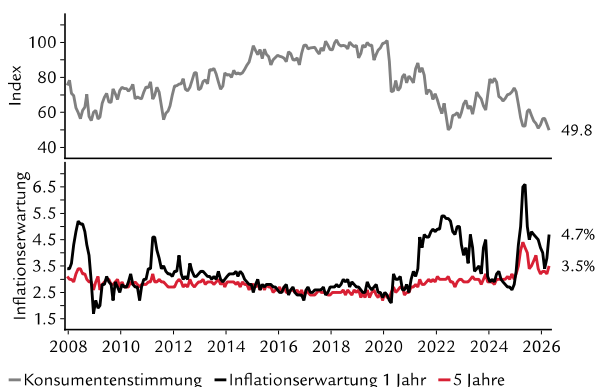
Miserable Stimmung trotz besserem Arbeitsmarkt

Die höheren Benzinpreise belasteten im April die US-Konsumentenstimmung. Laut Umfrage der University of Michigan fiel sie auf den tiefsten Stand seit Beginn der Datenreihe im Jahr 1952. Der Zusammenhang mit den tatsächlichen Konsumausgaben ist jedoch schwach. Wir erwarten daher, dass die US-Haushalte versuchen werden, ihren Konsum durch eine weitere Senkung der bereits tiefen Sparquote zu stützen. Dies gilt umso mehr, als die Befragten nur einen vorübergehenden Anstieg der Inflation erwarten (siehe Grafik). Die Einkaufsmanagerindizes zeigten derweil auch nach Kriegsausbruch eine stabile Auftragslage. Insbesondere im Industriesektor scheint sich der zyklische Aufschwung fortzusetzen. Ebenfalls erfreulich waren die Arbeitsmarktzahlen im März: Das Beschäftigungswachstum widerspiegelte zwar teilweise Aufhol-effekte nach einem streik- und wetterbedingt schwachen Vormonat, fiel aber weit über den Erwartungen aus. Die Arbeitslosenquote ging auf 4.3% zurück, wozu vor allem Kategorien beitrugen, die im Vorjahr besonders litten (Junge, Studienabgänger und Neueintrende in den Arbeitsmarkt). Es ist denkbar, dass die KI-bedingte Zurückhaltung bei Neueinstellungen übertrieben war und nun nachrekrutiert werden muss. Die Erholung bei den Stellenangeboten für Softwareentwickler scheint diese Hypothese zu untermauern.

Gesamtinflation hoch, Kerninflation runter

Bei den Preisen wirkte sich der Irankrieg im März hauptsächlich auf Benzin (+21.5% zum Vormonat) und Flugpreise (+2.7%) aus. Ansonsten fiel die Inflation schwach aus. Die Kerninflation, die Energie und Nahrungsmittel ausschliesst, ging gar leicht zurück auf 2.6%. Die Zweitrundeneffekte dürften aufgrund der schwachen Preissetzungsmacht der Firmen und des geringen Lohndrucks klein ausfallen. Wir rechnen folglich nicht damit, dass die Geldpolitik mit Zinserhöhungen auf den Energiepreisschock reagieren wird.

Umfrage der University of Michigan zur US-Konsumentenstimmung



Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Letzter Datenpunkt: 04.2026

Eurozone

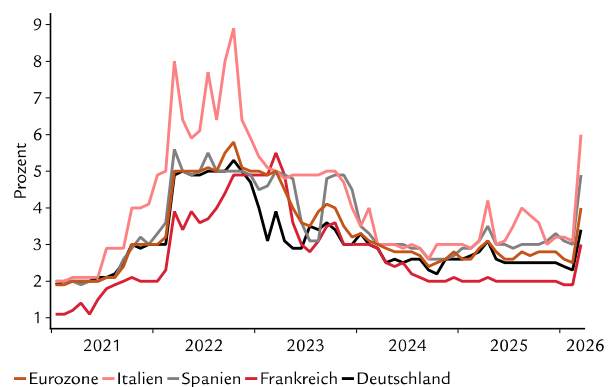
Stimmung in der Industrie erstaunlich robust

In den jüngsten Daten zeigen sich erste Auswirkungen des Irankrieges und der stark gestiegenen Energiepreise. So fiel die Konsumentenstimmung in der Eurozone im April auf den tiefsten Stand seit Ende 2022. Unternehmensumfragen signalisieren ebenfalls eine Eintrübung der Erwartungen zur künftigen Geschäftsentwicklung. Zwar stieg der Einkaufsmanagerindex (PMI) für das verarbeitende Gewerbe im April an, wir gehen jedoch von einem temporären Aufbäumen aus (vgl. Grafik des Monats). Die Auftragslage verbesserte sich im April laut PMI dennoch leicht. Die Unternehmen gaben an, Bestände vorgezogen aufgebaut zu haben, um höheren Preisen und möglichen Lieferengpässen zuvorzukommen. Dies steht jedoch in Kontrast zu den jüngsten Daten der Industrieproduktion, die schwach ausfielen. Der Dienstleistungssektor hingegen verzeichnete bereits einen Stimmungseinbruch: Alle nachfragebezogenen Subindizes liegen nun deutlich unter der Wachstumsschwelle. Wir erwarten jedoch weiterhin, dass die Auswirkungen der erhöhten Energiepreise auf die Realwirtschaft begrenzt bleiben, und lassen unsere Prognose für das BIP-Wachstum 2026 unverändert.

Konsumenten passen Preisermutungen an

Auch die Inflationsdaten für März spiegeln den Energiepreisschock wider, insbesondere in der Transportkategorie. Die Inflationszahlen für April lagen zu Redaktionsschluss noch nicht vor, dürften den Anstieg der Treibstoffpreise jedoch erneut zeigen. Gleichzeitig zeigt eine Umfrage der Europäischen Zentralbank (EZB) unter Konsumentinnen und Konsumenten, dass die Inflationserwartungen für die nächsten zwölf Monate deutlich angestiegen sind, von 2.5% im Februar auf 4.0% im März (vgl. Grafik). Der Inflationsschock von 2022 wirkt offenbar bei den Konsumentinnen und Konsumenten noch nach. Für 2026 erwarten wir eine Inflationsrate von 2.4%.

Eurozone: Inflationserwartungen über die nächsten zwölf Monate



Quellen: Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Letzter Datenpunkt: 03/2026

Deutschland

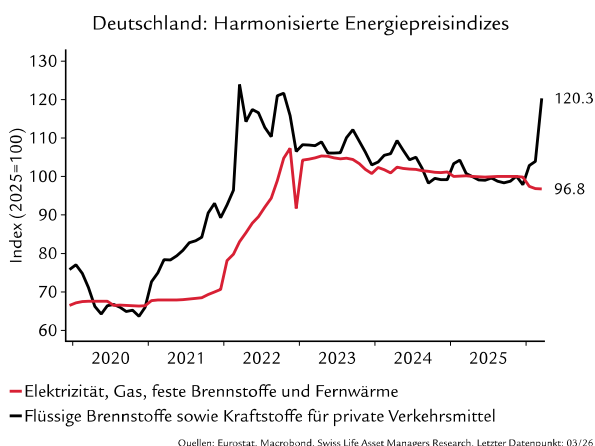
Umfragedaten signalisieren Konjunkturabkühlung

Obwohl noch keine harten Konjunkturdaten vorliegen, zeigen die Einkaufsmanagerindizes sowie die ifo-Umfragen bereits einen deutlichen Rückgang, sowohl bei der aktuellen Lage als auch bei den Erwartungen. Der Abschwung ist in Deutschland stärker als in anderen europäischen Ländern. Damit spiegeln die Umfragen die deutlich gestiegene Unsicherheit sowie die höheren Energiepreise wider. Besonders betroffen sind die Bereiche Tourismus, Transport und Logistik. Zudem belasten die Unsicherheit sowie das gestiegene Risiko für allfällige Zinserhöhungen die Stimmung und das Auftragsvolumen in zinssensitiven Bereichen wie Immobilien und der Bauwirtschaft.

Ölpreis steigt stark, Gas- und Strompreise stabil

Die Inflationsdaten für März geben einen ersten Einblick in den durch den Irankrieg ausgelösten Preisdruck in Deutschland. Nicht alle Energiepreise sind aber gleich betroffen: Öl- und Treibstoffpreise, die rasch auf Konsumentenpreise und reale Einkommen durchschlagen, stiegen deutlich. Gas- und Strompreise sind dagegen durch verschiedene Politikmassnahmen zwischen Dezember und März sogar leicht gesunken (siehe Grafik). Sie sind aufgrund langfristiger Lieferverträge und administrierter Preise weniger direkt vom Irankrieg betroffen. Zudem sind die europäischen Gasmärkte weniger stark vom Nahen Osten abhängig, während die Stromerzeugung zu einem bedeutenden Teil auf erneuerbaren Energien basiert. Ein Durchschlagen auf Nicht-Energiepreise ist bislang nicht erkennbar, die Kerninflation bleibt stabil.

Die höheren Energiepreise haben die Gesamtinflation im März auf rund 2.5% getrieben. Anders als 2022 trifft der Schock auf ein Umfeld mit sehr geringem zugrunde liegendem Inflationsdruck, weshalb Unternehmen bisher zurückhaltend waren mit Preiserhöhungen. Ob dies so bleibt, hängt letztlich von der Dauer des Irankonfliktes ab.



Frankreich

Einbruch der Konsumentenstimmung

Die Konsumentenstimmung brach im April regelrecht ein. Hauptsächlich sind hierfür die höheren Treibstoffpreise verantwortlich, die das Thema des Kaufkraftverlusts wieder in den Vordergrund rücken liessen. Der Rückgang der Konsumentenstimmung auf den tiefsten Wert seit Mai 2023 ist auf die Erfahrungen im Anschluss an den Angriff auf die Ukraine und den anschliessenden Inflationsschock zurückzuführen. Gleichzeitig geht aus der Umfrage zur Konsumentenstimmung auch hervor, dass die Arbeitnehmenden sich Sorgen über die Lage am Arbeitsmarkt machen. Laut unserer Analyse besteht hier der Hauptunterschied zur Situation nach 2022: Vom Arbeitsmarkt gehen aktuell keine prozyklischen inflationären Tendenzen aus. Die Stimmungsindikatoren sind derzeit insgesamt heterogen. Das trübe Bild aus der Konsumentenstimmung spiegelt sich zwar im Einkaufsmanagerindex für das Dienstleistungsgewerbe wider, nicht aber in den diversen Umfragen zur Unternehmerstimmung in der Industrie.

Nur geringfügiger Anstieg der Inflationserwartungen

Im April stiegen die Preise für Benzin an den Tankstellen in geringerem Umfang als im Vormonat. Unsere Inflationsprognose liegt, ähnlich wie in den anderen Ländern der Eurozone, unter der Konsensuserwartung. Unsere Prognose beruht zur Hauptsache auf der erwarteten Passierbarkeit der Strasse von Hormus bis Ende Jahr. In diesem Fall dürfte der Erdölpreis – wie von den Futures-Kontrakten suggeriert – deutlich unter den aktuellen Niveaus liegen. Ferner veranschlagen wir geringere Zweitrundeneffekte des Energiepreisanstiegs auf Kerngüter oder Dienstleistungen als in den Jahren 2022 und 2023. Am Markt für inflationsgeschützte Anleihen ist die Break-even-Inflationsrate, also die marktimplizierte langfristige durchschnittliche Inflationserwartung, seit März nur geringfügig angestiegen.



Italien

Die Industrie gibt sich bisher unbeeindruckt

Wie in den meisten Industrieländern zeigte sich der Irakkrieg im März in Italien vor allem in höheren Energiepreisen, während die übrige Inflation gut verankert blieb. Dank der befristeten Steuersenkung von 25 Cent pro Liter auf Benzin und Diesel fiel der monatliche Anstieg der Energiepreise mit 4.9 % deutlich geringer aus als in anderen Ländern der Eurozone. Dennoch haben die höheren Preise auch in Italien Spuren in den Umfragedaten hinterlassen: Die Konsumentenstimmung ging im März deutlich zurück. Auf Unternehmensseite beklagten gemäss dem Einkaufsmanagerindex besonders Dienstleistungsunternehmen eine geringere Nachfragedynamik im März, während Industriebetriebe nach wie vor eine gute Produktions- und Auftragslage meldeten. Bei den «harten» Produktionsdaten war Italien in der Tat das einzige der vier grossen Eurozonenländer, das im Februar keinen Rückgang der Industrieproduktion verzeichnete. In Kombination mit einer rekordhohen Zahl an Logiernächten aufgrund der Olympischen Spiele im Februar rechnen wir nach wie vor mit soliden Erstquartalszahlen für das BIP-Wachstum (die Zahlen lagen bei Redaktionsschluss noch nicht vor).

Spanien

Höhere Inflation, stabile Wachstumsaussichten

Auch in Spanien spiegeln die Inflationsdaten für März die höheren Energiepreise wider, insbesondere bei den Transportkosten. Die Inflation stieg im März auf 3.4% nach 2.3% im Februar und damit deutlich stärker als von uns erwartet. Der übrige Inflationsdruck blieb jedoch gut verankert. Die Kerninflation erhöhte sich nur moderat auf 2.9% (von 2.7% im Februar). Ähnlich wie in Italien, dürften auch hier die reduzierten Mehrwertsteuersätze auf Diesel, Benzin, Strom und Erdgas dazu beigetragen haben, einen stärkeren Anstieg zu dämpfen. Umfragen unter Unternehmen und Konsumenten signalisieren jedoch eine Eintrübung der Stimmung. Zwar legte der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor im März erneut zu, während der Industrieindex jedoch unter die Wachstumsschwelle von 50 fiel. Die Abkühlung wurde vor allem von schwächeren Erwartungen für künftige Exportaufträge und höheren Vorleistungspreisen getrieben. Auf der Wachstumsseite erwarten wir weiterhin ein robustes Bild für Spanien. Anekdotische Hinweise sprechen für einen «Substitutionseffekt» weg von langen Flugreisen infolge höherer Preise, von dem Spanien profitieren könnte.

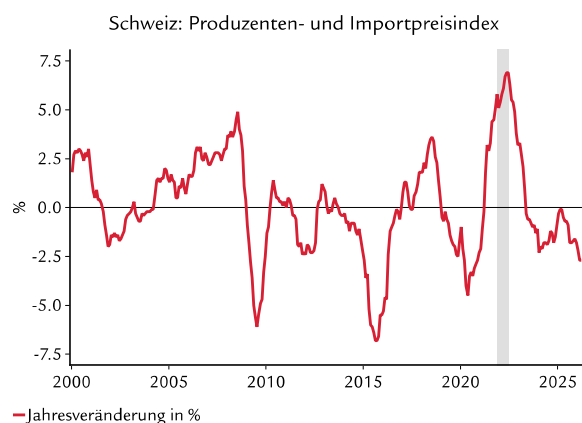
Schweiz

US-Zölle wichtiger als Energiepreisschock

Es liegen erst wenig belastbare Daten aus der Realwirtschaft vor, um den unmittelbaren Effekt des Irakkriegs auf die Konjunktur dynamik bemessen zu können. Soliden Werten aus den unternehmerseitigen Umfragen unter den Einkaufsverantwortlichen steht ein kräftiger Rückgang der Konsumentenstimmung entgegen. Wir gehen weiter davon aus, dass die Folgen vergangener und künftiger Wendungen der US-Zollpolitik den Wachstumsausblick stärker prägen als die höheren Energiekosten. Auch wenn die US-Zölle voraussichtlich wieder von derzeit 10% auf 15% angehoben werden, hält die im November erzielte Vereinbarung, was die Gefahr von Produktionsverlagerungen der inländischen Industriefirmen mindert. Unter diesen Annahmen dürfte die Arbeitslosenquote zur Jahresmitte ihren zyklischen Höchststand erreichen. Das Wachstum wird im Inland gestützt durch die unverändert expansive Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank. Positive Impulse in Form von Mitnahmeeffekten sind auch von den beiden grossen deutschen Fiskalpaketen für Infrastruktur und Verteidigung zu erwarten. Mit der vollzogenen Wiederaufnahme der Stromproduktion im Kernkraftwerk Gösgen fällt zudem ein belastender Faktor der vergangenen Quartale weg.

Preisdruck: Kein Vergleich zu 2022

Im Jahresvergleich sanken die Produzentenpreise auch im März, obgleich die höheren Preise für Energie bereits in den Index einfließen. Allgemein ist die Preissetzungsmacht deutlich geringer als beim Ausbruch des Ukrainekriegs, sodass Zweitrundeneffekte, wenn überhaupt, in geringerem Mass zu erwarten sind als in den Jahren 2022 und 2023. Gleichwohl heben wir die Inflationsprognose für 2027 leicht an. Grund dafür sind Tarifanpassungen der Dienstleister im öffentlichen Verkehr um durchschnittlich 3.9%. Dieser Preisanstieg wird ab Dezember 2026 in die Bemessung des Landesindex der Konsumentenpreise LIK einfließen.



Vereinigtes Königreich

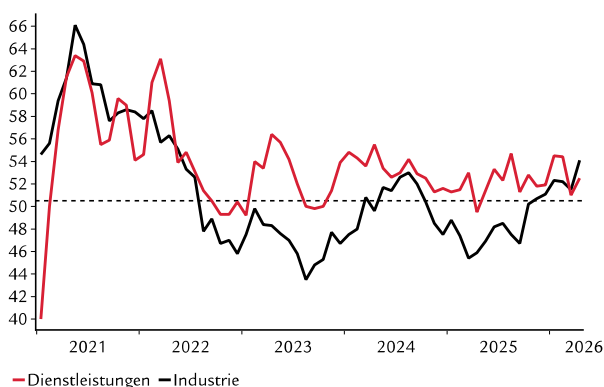
Dienstleistungssektor bleibt (noch) resilient

Auch im Vereinigten Königreich zeigen sich erste Auswirkungen des Nahostkrieges in den Daten. Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe wies im April eine ähnliche Dynamik wie in der Eurozone auf: Der Index legte zu und erreichte 53.6. Laut PMI-Bericht ist ein Teil dieser Stärke darauf zurückzuführen, dass Unternehmen Anschaffungen vorziehen, da sie in den kommenden Monaten mit höheren Preisen rechnen. Entsprechend zogen die Preissubindizes für Vorleistungs- und Verkaufspreise deutlich an. Der Anstieg war im Vereinigten Königreich noch stärker als in der Eurozone. Der Rückgang des Subindex für die künftige Produktion deutet darauf hin, dass die industrielle Stärke nicht von Dauer sein dürfte. Der Index für den Dienstleistungssektor zeigte jedoch im Gegensatz zur Eurozone ebenfalls eine Verbesserung. Unternehmen nannten positive Impulse aus Technologieinvestitionen und langfristigen Entwicklungsplänen, verwiesen jedoch zugleich auf die gedämpfte Konsumentenstimmung und höhere Preise als Belastungsfaktoren.

Energiepreiseffekte zeigen sich in Märzdaten

Die Inflationsdaten für März spiegeln diese Dynamik ebenfalls bereits wider. Der Anstieg auf 3.3% im März war grösstenteils durch die Energiepreise getrieben, da die Benzinpreise um 8.5% und Heizölpreise um ganze 90% gestiegen sind im Vergleich zum Vormonat. Auch die Dienstleistungsinflation zog an, vor allem aufgrund höherer Transportpreise, insbesondere bei Flugreisen. Die Kerninflation sank im März hingegen sogar leicht. Auch nahm der Lohnkostendruck weiter ab, was starken Zweitrundeneffekten bei der Inflation entgegenwirken dürfte, doch war der Startpunkt der Inflation vor dem Energiepreisanstieg deutlich ungünstiger als in der Eurozone. Der Markt rechnet deshalb momentan mit zweieinhalb Leitzinserhöhungen seitens der Bank of England.

Vereinigtes Königreich: Einkaufsmanagerindizes



China

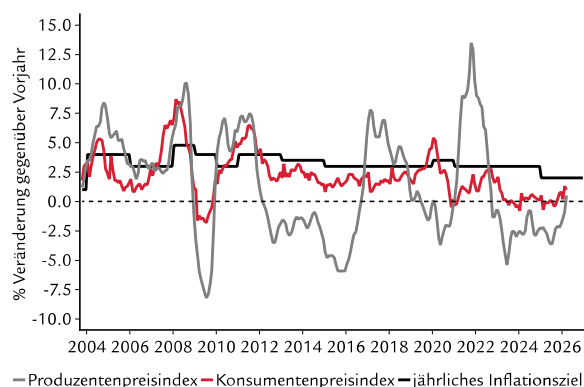
Abgeschirmt von den Auswirkungen des Irankriegs

Chinas Wirtschaftswachstum im ersten Quartal fiel mit 5.0% stärker aus als erwartet. Während private Haushalte weiterhin unter fallenden Immobilienpreisen und einem unsicheren Arbeitsmarktausblick leiden, wird die Konjunktur durch eine robuste Industrieproduktion im High-Tech-Sektor sowie durch entsprechende Exporte gestützt, die im ersten Quartal um rund 15% gegenüber Vorjahr zulegten. Die wirtschaftlichen Auswirkungen des Irankrieges auf China sind bislang begrenzt geblieben. Der wichtigste Übertragungskanal waren höhere Importzahlen infolge gestiegener Rohstoffpreise sowie höherer Importvolumina, insbesondere bei Kohle im Rahmen strategischer Vorratsbildung. Gleichwohl sind sich die chinesischen Entscheidungsträger der Risiken bewusst, sollte sich der Konflikt hinziehen. Ein länger andauernder Krieg könnte die globale Nachfrage dämpfen und damit die Exportdynamik gefährden, die derzeit eine zentrale Stütze des Wachstums darstellt. Zudem ist der Nahe Osten ein wichtiger Lieferant von Vorprodukten für die Halbleiterproduktion, darunter Helium und Schwefel. In diesem Zusammenhang hat China bereits angekündigt, die Exporte von Schwefelsäure ab Mai zu untersagen.

Energiepreise belasten Profitabilität – nicht Inflation

Nach 41 Monaten der Deflation verzeichnen die Produzentenpreise erstmals wieder einen positiven Vorjahresanstieg. Dieser Anstieg spiegelt in erster Linie gestiegene Inputkosten infolge höherer Energiepreise wider. Aufgrund der weiterhin schwachen Inlandsnachfrage bleibt die Preissetzungsmacht der Unternehmen begrenzt, sodass höhere Kosten nicht an die Endkonsumenten weitergegeben werden können. Die energiepreisbedingten Kostensteigerungen im Zusammenhang mit dem Irankonflikt schlagen sich folglich in sinkenden Margen nieder und nicht in höheren Konsumentenpreisen.

China: Inflationskennzahlen



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

in

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 VII's 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.