

November/Dezember 2025

Kernaussagen

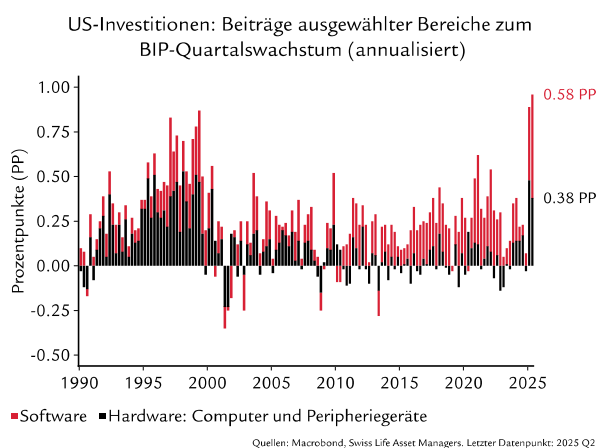
- USA: Trotz KI-Boom und fehlender Wirtschaftsdaten wird die US-Geldpolitik weiter gelockert S. 2
- Deutschland: Die Industrie verliert an Momentum, die Fiskalpakete wirken noch nicht S. 3
- Frankreich: Überdurchschnittliche Stimmung in der Industrie, unterdurchschnittliche Inflationsrate S. 3
- Schweiz: Weiterer Anstieg der Arbeitslosigkeit erwartet S. 4
- Vereinigtes Königreich: Enger fiskalischer Spielraum erhöht den Konsolidierungsdruck im Herbstbudget S. 5
- China: Chinas starke Handelsposition zwingt die USA zu Kompromissen im Handelsstreit 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%	1.9% ↑	1.7% ↑	1.9% ↑	2.8%	2.8%	3.5%	2.8% ↑
Eurozone	1.3% ↑	1.3% ↑	1.0%	1.0% ↓	2.1%	2.1%	2.0%	1.8%
Deutschland	0.2% ↓	0.2%	1.2% ↓	1.2%	2.1% ↑	2.1%	2.0%	1.9%
Frankreich	0.7%	0.7% ↑	1.0%	0.9%	1.0% ↓	1.0% ↓	1.4% ↓	1.4% ↓
Italien	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	1.6%	1.7%	1.8%	1.6%
Spanien	2.7% ↑	2.7% ↑	1.7%	2.0% ↑	2.6%	2.5%	1.8%	1.9%
Vereinigtes Königreich	1.4% ↑	1.3% ↑	1.2%	1.0%	3.3%	3.4%	2.3%	2.6%
Schweiz	1.4% ↑	1.3% ↑	1.0% ↓	1.1% ↓	0.2%	0.2%	0.5%	0.5% ↓
China	4.9% ↑	4.8%	4.2% ↑	4.3%	0.0% ↓	0.0% ↓	0.9% ↓	0.6% ↓

Änderungen zum Vormonat angezeigt durch Pfeile. Quelle: Consensus Economics Inc. London, 16. Oktober 2025

Grafik des Monats



Das Wirtschaftswachstum in den USA ist nicht mehr breit abgestützt, sondern stark durch den KI-Boom getrieben. Ausrüstungsinvestitionen in Hardware und Software erreichten im ersten Halbjahr Rekordwerte und trugen mehr als die Hälfte zum US-Wirtschaftswachstum bei. Relevant sind vor allem die Software-Investitionen, da die Hardware zumeist importiert wird. Hinzu kommen der Bauboom bei Datenzentren sowie der solide Privatkonsum. Letzterer wird hauptsächlich durch reichere Haushalte und eine sinkende Sparquote getragen, wobei Vermögenseffekte aufgrund des KI-getriebenen Aktienmarktbooms vermutlich eine wichtige Rolle spielen.

USA

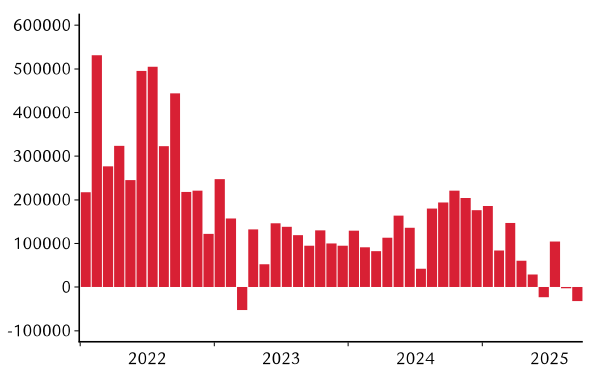
Geschlossene Behörden, fehlende Daten

Als wäre der Handelskrieg nicht genug, bringt der «Government Shutdown» in den USA nun eine zusätzliche wirtschaftspolitische Unsicherheit. Bei Redaktionsschluss war ein Ende des Shutdowns noch nicht absehbar. Die Prognosemärkte und viele politische Beobachter rechnen damit, dass eine Lösung der Budgetfragen im November näher rückt. Ein Blick auf den letzten 35-tägigen Shutdown 2018 legt nahe, dass der Staatskonsum negativ zum BIP-Wachstum im vierten Quartal beiträgt und das Wachstum des Privatkonsums schwächer ausfällt, Effekte, die sich dann im ersten Quartal 2026 umdrehen werden, sofern der Shutdown dann tatsächlich zu Ende ist. Aufgrund des Shutdowns wurden mit Ausnahme der Inflation keine offiziellen Zahlen veröffentlicht, und das Datenbild wird aufgrund fehlender oder qualitativ schlechter Erhebungen und daraus folgender Probleme für die Saisonbereinigung noch einige Zeit verzerrt bleiben. Privat publizierte Daten zeigen nach wie vor ein Bild von solider Wirtschaftsaktivität – die Einkaufsmanagerindizes bewegen sich klar im Expansionsbereich – während der Arbeitsmarkt lahmt. Gemäss der Lohnabrechnungsfirma ADP gingen im September im Privatsektor Stellen verloren, und Konsumenten schätzen die Lage am Arbeitsmarkt weiterhin pessimistisch ein.

Tritt auf das Gaspedal trotz schlechter Sicht

Trotz der geringen Visibilität dürften die vorhandenen Arbeitsmarktdaten der US-Notenbank genügen, die Zinsen weiter zu senken. Die etwas tiefer als erwarteten September-Inflationszahlen helfen da ebenfalls, wobei die Gesamt- und die Kerninflation mit je 3.0% nach wie vor über dem 2%-Notenbankziel liegen. Die Inflation bei Dienstleistungen ging zwar zurück, dafür haben die Güterpreise aufgrund der Zölle weiter zugelegt. Wir denken nach wie vor, dass die zollbedingte Inflation 2026 unterschätzt wird, und halten an unserer Inflationsprognose von 3.5% für 2026 fest.

ADP: monatliche Veränderung der Arbeitsstellen im US-Privatsektor (ohne Landwirtschaft)



Eurozone

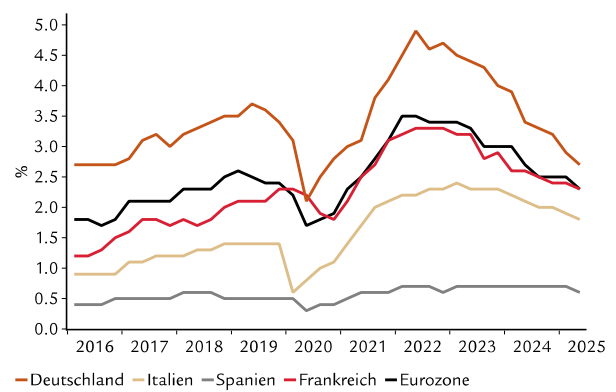
Die Stimmung hellt sich weiter auf

Der europäische Industriesektor zeigt weiterhin keine Anzeichen ernsthafter Schwäche, im Gegenteil. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für den Industriesektor verzeichnete im Oktober überraschend eine marginale Verbesserung auf 50 Punkte. Besonders erfreulich: Die Lage bei den neuen Aufträgen verbessert sich wieder. Auch der Dienstleistungssektor präsentiert sich weiterhin optimistisch. Hier stieg der PMI auf 52.6 Punkte im Oktober, getragen von einem deutlichen Anstieg in Deutschland. Die bei Redaktionsschluss noch bevorstehende Veröffentlichung der BIP-Zahlen für das dritte Quartal wird zusätzliche Klarheit über die Widerstandsfähigkeit der europäischen Wirtschaft gegenüber des Zollschocks bringen. Im Fokus bleibt zudem die Fiskalpolitik: Im Herbst legen die EU-Mitgliedsstaaten ihre Haushaltsentwürfe für das kommende Jahr vor. Die Liste ist zwar noch nicht vollständig, doch deuten die bisher veröffentlichten Prognosen auf eine gewisse Annäherung im Verschuldungsgrad hin. Sollte sich dies bestätigen, könnte Griechenland 2026 eine ähnliche Schuldenquote wie Italien erreichen.

Der Lohndruck sinkt

Für den Inflationsausblick bleibt der Arbeitsmarkt ein entscheidender Faktor. Zwar zeigt sich die Beschäftigungslage robust, doch mehren sich die Anzeichen für eine allmähliche Eintrübung. So hat sich die Stellenangebotsquote, das Verhältnis offener Stellen zur Gesamtzahl aller Stellen (vgl. Chart), weiter entspannt, liegt jedoch weiterhin deutlich über dem Vor-Pandemie-Niveau. Zusammen mit Indikatoren wie dem Lohntracker der Europäischen Zentralbank, der ebenfalls eine Abschwächung signalisiert, verdichten sich die Anzeichen auf einen nachlassenden Lohndruck. Dies dürfte sich besonders vorteilhaft für die Dienstleistungsinflation auswirken, da diese Preiskomponente besonders lohnsensibel ist.

Eurozone: Stellenangebotsquote



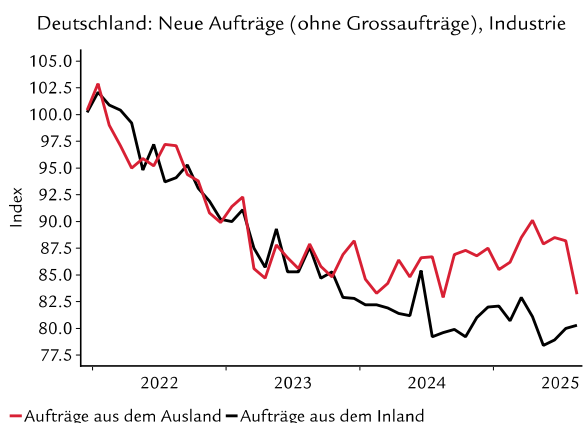
Deutschland

Warten auf die fiskalischen Impulse

Die deutsche Wirtschaft bleibt im Herbst 2025 von schwacher Industriekonjunktur und Unsicherheit geprägt. Die negativen Effekte der Zölle zeigen sich nun in den Produktionsdaten für August. Die Auftragseingänge aus dem Ausland, welche ab 2023 stabilisierend wirkten, brachen im August ebenfalls ein. Inländische Aufträge legten zwar zu, konnten aber die Schwäche im Exportsektor noch nicht aufwiegen (siehe Grafik). Mit dem Ende September verabschiedeten Budget hat die Regierung eine der grössten fiskalischen Expansionen seit Jahrzehnten eingeleitet. Besonders die Aufträge im Verteidigungssektor deuten auf eine schnelle Expansion hin. Sie dürften europäische Anbieter und High-Tech-Sektoren stärken: eine positive Überraschung, welche den Multiplikatoreffekt erhöht. Im Infrastrukturbereich stehen zunächst Renovationen bestehender Strassen und Schienen im Fokus, da diese schneller realisierbar sind als Neubauten. Die Umsetzungsgeschwindigkeit hängt wesentlich von noch unsicheren regulatorischen Erleichterungen ab. Insgesamt dürfte die fiskalische Expansion ab dem vierten Quartal 2025 erste Impulse liefern. Diese dürften zwar spürbar sein, bleiben aber vorerst begrenzt und setzen nun bei schwachem industriellem Momentum an. Die strukturellen Herausforderungen für Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit bestehen fort und könnten durch die Fiskalpakete womöglich nur ungenügend angegangen werden.

Stabile Güterpreise, steigende Dienstleistungspreise

Die Inflation zeigt eine klare Zweiteilung: Energie und Güterpreise sind konstant, während Dienstleistungen und Nahrungsmittel weiter deutlich teurer werden. Haupttreiber sind gestiegene Lohnkosten im Dienstleistungssektor. Aufgrund dieser Entwicklung haben wir unsere Prognose für 2025 leicht angehoben, erwarten aber keine dauerhafte Erhöhung der Inflation.



Frankreich

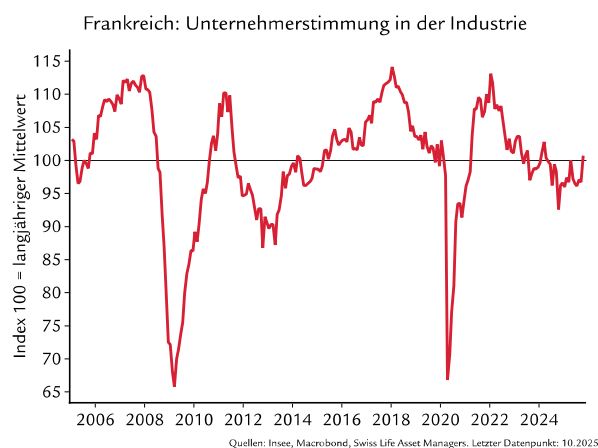
Überdurchschnittliche Industriestimmung

Bei aller Unsicherheit um die Fiskalpolitik und die Zukunft der Rentenreform erweist sich Frankreichs Privatsektor erstaunlich resilient. Die jüngsten Zahlen zur Unternehmerstimmung und zum Verbrauchervertrauen zeigen zu Beginn des Schlussquartals 2025 eine Verbesserung an. Insbesondere die Bauwirtschaft profitiert weiter vom zyklischen Rückenwind in Form der vorangegangenen geldpolitischen Lockerung durch die EZB. Wäre deren Geldpolitik auf die französischen Verhältnisse und die unterdurchschnittliche Inflationsrate zugeschnitten, könnte sie gar etwas expansiver ausgerichtet sein.

Eine positive Tendenz zeichnet sich im Aussenhandel ab: Hier hat sich gemäss Umfrage unter den Einkaufsverantwortlichen aus der Industrie der Auftragseingang aus dem Ausland stabilisiert. Der aufgrund sinkender Zinsen von uns längst erwartete Abzug von Spargeldern aus dem steuerlich bevorzugten «Livret A» scheint nun einzusetzen. Im September wurde der stärkste monatliche Mittelabfluss aus dieser Sparform seit 15 Jahren gemeldet. Auf ein Jahr hochgerechnet summiert sich dieser Mittelabfluss auf rund 0.9% des Bruttoinlandsprodukts Frankreichs. Wenn diese Mittel wenigstens teilweise für Konsumzwecke genutzt werden, käme dies einem deutlichen Impuls auf die Binnennachfrage gleich.

Unterdurchschnittliche Inflationsrate

Mit 1.1% war Frankreichs Inflationsrate per September halb so hoch wie diejenige des gesamten Euroraums. Unter Ausschluss der volatilen Preise für Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak liegt die Inflationsrate bei 1.5%. Nur Zypern weist eine niedrigere Kernrate der Teuerung aus. Mit 1.4% gehen wir auch für 2026 im Ländervergleich von einer unterdurchschnittlichen Inflation aus – in Übereinstimmung mit der Konsensuserwartung. Für die Eurozone prognostizieren wir aktuell eine Inflationsrate von 2.0%.



Italien

Weitere fiskalische Konsolidierung 2026

Der bei der EU-Kommission eingereichte Haushaltsentwurf von Italien sieht eine weitere fiskalische Konsolidierung vor. Italien hat bereits 2024 eine Rückkehr zu einem Primärüberschuss (Budgetüberschuss ohne Zinszahlungen) geschafft und plant in den Jahren 2026 bis 2028 eine weitere Erhöhung des Primärüberschusses. Weil allerdings die Zinszahlungen schwer auf dem Budget lasten – sie betragen rund 3% des Bruttoinlandsprodukts – und sich das Wirtschaftswachstum 2025 und 2026 auf einem tiefen Niveau von rund 0.5–0.6% einpendeln dürfte, steigt die Bruttoverschuldung Italiens in % des BIP weiterhin leicht an. Erschwerend kommt hinzu, dass das NextGenerationEU-Programm, von dem Italien enorm profitiert hat, im Jahr 2026 ausläuft und die letzte Zahlung aus Brüssel spätestens Ende Dezember 2026 eintreffen wird. Trotz des abnehmenden Rückenwinds präsentiert sich allerdings die Binnenwirtschaft noch immer in guter Form. Einkaufsmanagerindizes zeigen für die Dienstleister weiterhin eine Expansion und einen Stellenaufbau an. Der positive Zyklus von sinkender Arbeitslosigkeit und steigendem Konsum dürfte sich somit weiterhin fortsetzen.

Spanien

Kein Haushaltsentwurf in Sicht

Die spanische Regierung hat bislang keinen Haushaltsentwurf für 2026 verabschiedet, trotz Verstreichens der offiziellen nationalen Frist am 30. September. Grund dafür ist Spaniens Minderheitsregierung unter Ministerpräsident Pedro Sánchez, welche Schwierigkeiten hat, im zersplitterten Unterhaus genügend Stimmen für die Verabschiedung eines neuen Haushaltsplans zu sichern. Die Forderungen der verschiedenen Verbündeten sind divers. Zusätzlich erschwert wird die Lage durch die Entscheidung der katalanischen Separatistenpartei, ihre Unterstützung für Sánchez' Regierung aufzukündigen, wodurch dessen Minderheitsregierung weiter geschwächt wurde. Die spanische Verfassung sieht für den Fall eines fehlenden Haushaltsentwurfs vor, dass der letztjährige Haushalt automatisch verlängert wird, bis ein neuer steht. Genau das ist seit 2023 geschehen. Das heisst, die Regierung unter Pedro Sánchez operiert immer noch auf der Grundlage der Haushaltspläne von vor zwei Jahren. Auch die Drohungen von US-Präsident Trump hinsichtlich einer Nichteinhaltung des NATO-Ziels für Verteidigungsausgaben seitens Spanien haben sich erneut verschärft, was die politische Lage zusätzlich erschwert.

Schweiz

Eintrübung am Arbeitsmarkt

Weiterhin lastet die Unsicherheit um die US-Zölle auf weiten Teilen der Exportwirtschaft. Gemäss Berichten der Schweizerischen Nationalbank (SNB) gibt rund ein Fünftel der befragten Unternehmen an, davon betroffen zu sein. Diese Firmen stammen primär aus der Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie (MEM-Industrie) und der Uhrenindustrie.

Eine separate Umfrage der Konjunkturforschungsstelle an der ETH Zürich zeigt, dass die Industriefirmen auch drei Monate nach Ankündigung der 39%-Zölle zurückhaltend sind in der Bestellung von Vorprodukten. Wir schliessen daraus auf eine pessimistische Einschätzung zum Auftragseingang am Standort Schweiz. In den kommenden Monaten werden die Spuren der herausfordernden weltwirtschaftlichen Rahmenbedingen auch in den Zahlen vom Arbeitsmarkt deutlicher erkennbar werden.

Nach dem Tiefststand von 1.9% im März 2023 stieg die Arbeitslosenrate bis September 2025 auf 3.0% an. Es ist davon auszugehen, dass eine zunehmende Zahl von Unternehmen seit August das Instrument der Kurzarbeit in Anspruch genommen hat. Offizielle Zahlen für den Zeitraum ab August werden erst im Dezember vorliegen. Wir rechnen über den Jahreswechsel hinaus mit einem weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit.

Seit Juni wieder positive Inflationsrate

Die Befürchtung einer erneuten deflationären Phase hat sich nicht bewahrheitet. Wie andernorts auch steigen die Dienstleistungspreise überdurchschnittlich. Die SNB hebt in der neuerdings veröffentlichten Zusammenfassung ihrer Diskussion zur geldpolitischen Lagebeurteilung hervor, dass die Preise für Tourismusdienstleistungen deutlich steigen. Wir rechnen über die kommenden Quartale mit einem graduellen Anstieg der Jahreststeuerung. Betrug diese im Durchschnitt des dritten Quartals 2025 noch 0.2%, wird sie im Schlussquartal 2026 bei 0.6% zu liegen kommen.



Vereinigtes Königreich

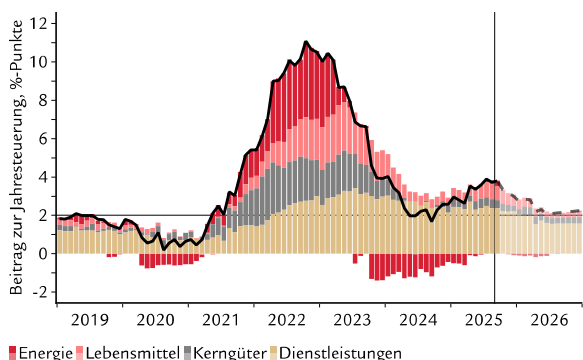
Das Herbstbudget steht vor der Tür

Die Signale aus der britischen Wirtschaft bleiben weiterhin gemischt. Das monatliche BIP ist im August wie erwartet um 0.1% gewachsen, getragen durch einen starken Aufschwung in der Industrieproduktion. Die Einkaufsmanagerindizes für September deuten zwar eher auf ein enttäuschendes Ende des dritten Quartals hin, doch der vorläufige Index für Oktober signalisiert eine verbesserte Stimmung zu Beginn des vierten Quartals – insbesondere im Industriesektor. Im November richtet sich der Fokus jedoch auf die Fiskalpolitik: Am 26. November 2025 wird Schatzkanzlerin Reeves das Herbstbudget vorstellen. Der fiskalische Spielraum der Schatzkanzlerin beträgt lediglich GBP 9.9 Mrd., was ein historisch niedriger Wert ist. Der Spielraum hat sich durch gestiegene Anleihenrenditen, die Rücknahme von Kürzungen der Sozialausgaben und potenziell niedrige Wachstums- und Produktivitätsannahmen des Amtes für Haushaltsverantwortung (OBR) drastisch verringert. Eine fiskalische Konsolidierung wird deshalb im Herbstbudget unumgänglich sein. Wir erwarten, dass der fiskalische Spielraum durch eine Kombination aus Ausgabenkürzungen und moderaten Steuererhöhungen wieder hergestellt wird. Die Massnahmen könnten das BIP-Wachstum 2026 – je nach Umfang und zeitlicher Umsetzung – leicht negativ beeinflussen.

Inflation hat wohl Höhepunkt erreicht

Die Inflation lag im September wie von uns erwartet bei 3.8%, hat aber damit den Markt negativ überrascht. Das hat zu einer starken Neubewertung der Markterwartungen für den Zinssenkungspfad der Bank of England geführt. Der Markt erwartet neu zweieinhalb Zinssenkungen. Damit hat sich die Markterwartung unseren Erwartungen von drei weiteren Zinssenkungen bis Mitte nächsten Jahres angenähert. Ermutigend ist zudem, dass der Rückgang der Dienstleistungsinflation im September relativ breit abgestützt war.

Vereinigtes Königreich: Beiträge zur Gesamtinflation inkl. unserer Prognosen



China

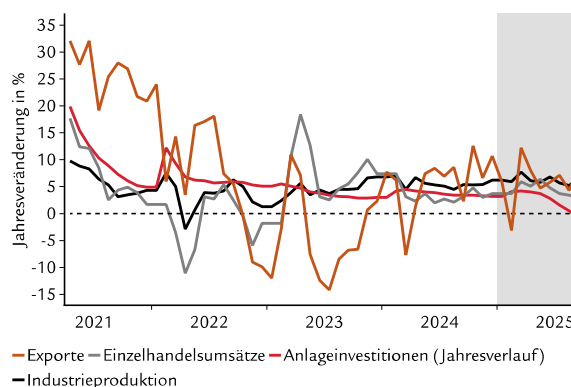
China behauptet starke Position im Handelskonflikt

Chinas Wirtschaft ist im dritten Quartal 2025 um 4.8% gegenüber Vorjahr gewachsen und entsprach damit unseren Erwartungen. Zwar enttäuschen Investitionen und Konsum, doch China zeigt eine bemerkenswerte Stärke im Exportbereich: Im September stiegen die Ausfuhren um über 8% gegenüber Vorjahr, trotz eines US-Zolls von 40%. Zudem beschleunigt sich die industrielle Produktion im Hightech-Sektor deutlich. Das kürzlich abgeschlossene vierte Plenum – ein zentrales jährliches Treffen der kommunistischen Führung – bestätigte, dass China weiterhin auf eine Expansion im Hightech-Bereich setzt. Schon heute zeigt sich Chinas Dominanz in diversen Bereichen und insbesondere bei seltenen Erden. Bereits in den 1980er-Jahren unter Deng Xiaoping begann China strategisch in deren Förderung und Verarbeitung zu investieren. Das Ergebnis: China (gemeinsam mit einer von China kontrollierten Mine in Myanmar) verfügt über 98% der weltweiten Vorkommen an schweren seltenen Erden – einem kritischen Bestandteil für die Verteidigungsindustrie und Hochleistungsmagnete. Darüber hinaus kontrolliert China 90% der globalen Verarbeitungskapazitäten. Auch wenn wir eine temporäre Eskalation im Handelskonflikt nicht ausschliessen können, zeigt Chinas starke Position, dass die USA kurzfristig nicht auf eine vollständige Entkopplung setzen können, sondern auf Kompromisse angewiesen sind.

Nachlassender Deflationsdruck

Die Produzenten- wie auch die Konsumentenpreis-inflation blieb im September auf Jahresbasis negativ, allerdings hat sich die Deflation abgeschwächt. Bei den Produzentenpreisen trug die sogenannte Anti-Involution-Kampagne gegen übermäßigen Preiswettbewerb zur Stabilisierung bei. Die Konsumentenpreise waren vor allem aufgrund sinkender Lebensmittelpreise rückläufig. Bereinigt um diese Komponente lag die Kerninflation jedoch im positiven Bereich bei 1%.

China: Wichtige Wirtschaftsindikatoren



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.