MIGROS BANK



MAKRO-
ÜBERSICHT

SEPTEMBER 2025

Unruhige Gewässer

Inhalt

03 **In Kürze**

Ernüchternder Fokuswechsel

04 **Konjunktur**

Stürmische Zeiten für Europa

05 **Geldpolitik**

Alle Augen auf die Fed

06 **Zinsen**

Fokus Haushaltsrisiken

07 **Währungen**

Der Franken: Ein Fels in der Brandung

Ernüchternder Fokuswechsel

In den letzten zwei Ausgaben der «Makro-Übersicht» stellten wir die USA ins Zentrum unserer Überlegungen. Der unstete Donald Trump und seine ebenso unstete Zoll- und Handelspolitik zogen auch unsere Aufmerksamkeit auf sich.

Löst man den Fokus jedoch von Trump, offenbart sich Bemerkenswertes. So trotzt die US-Wirtschaft bislang allen Unkenrufen. Zwar kühlt sich die Lage am Arbeitsmarkt ab, aber der heraufbeschworene Inflationsschub lässt ebenso auf sich warten wie auch die von vielen Analysten befürchtete Rezession. Im Gegenteil: Auch für das laufende Quartal ist erneut mit einem äusserst starken Wachstum zu rechnen. Totgesagte leben offenbar nicht nur länger, sondern erfreuen sich auch noch einer ordentlich robusten Gesundheit.

Von einer solchen Robustheit ist Europa weit entfernt. Das zeigt sich schon bei den drei grössten Volkswirtschaften: Deutschland findet auch mit neuer Regierung nicht aus der Krise, Frankreich steht (mal wieder) vor politischer Lähmung, und Italien überwindet auch unter der unerwartet stabilen Meloni-Regierung die notorische Wachstumsschwäche nicht.

Hinzu gesellt sich die Konsternation im Zollstreit mit den USA. Darüber, was ein Deal ist, gehen die Meinungen offenbar auseinander. Bloss: Die Auslegehoheit liegt aufgrund der wirtschaftlichen und militärischen Machtverhältnisse in Washington und nicht in Europa.

Ein allenfalls weiter eskalierender Zollstreit, astronomische Verteidigungsausgaben bei oftmals grassierender Überschuldung sowie strukturelle Wachstumsschwäche – dass möglicherweise ein heftiger Sturm aufzieht, dämmert auch den Finanzmärkten. Anders lässt sich nicht erklären, dass die Risikoaufschläge in Europa wieder auf dem Niveau liegen wie bei der Eurokrise.

Damit nehmen die Sorgen vor einer Zerreissprobe für die Währungsunion wieder zu. Diese vermögen wir auf den nächsten Seiten zwar nicht zu zerstreuen aber immerhin zu beleuchten.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen kein sorgenvolles, sondern ein erhellendes Lesevergnügen.



Santosh Brivio
Senior Economist

Konjunktur

Das Konjunkturumfeld für die Schweiz bleibt schwierig. Europa befindet sich weiterhin im Kriechgang, und die Zölle lasten auf dem Handel mit den USA. Letztere zeichnen sich durch ein robustes Wachstum aus.

Zinsen

Im Ausland rücken die Haushaltsrisiken wieder in Fokus. Die Sorgen um die Staatsfinanzen in der Eurozone treiben die Zinsen nach oben, während in der Schweiz Windstille herrscht.

Geldpolitik

Im September rechnen wir mit keiner Zinssenkung. Den Markterwartungen zum Trotz dürfte die Fed noch abwarten, um dem datengestützten Ansatz treu zu bleiben.

Währungen

Der Schweizer Franken ist und bleibt in unsicheren Zeiten gesucht. Infolgedessen wird er seine Stärke zum Euro und zum US-Dollar auf absehbare Zeit nicht verlieren.

Stürmische Zeiten für Europa

An den Kapitalmärkten wächst die Besorgnis über Europa. Ins Bewusstsein rückt immer stärker die ungesund wachsende Verschuldung bei gleichzeitig schleppender Konjunktur. Letzteres spürt auch die Schweiz. Seit Längerem.

Der Blick in die **USA** fällt zwiespältig aus. Einerseits häufen sich die ordnungspolitisch fragwürdigen Aktionen der Administration Trump. Von präsidialen Personalentscheiden bei der Fed, über Teilverstaatlichung (Intel) und «erzwungener» Gewinnbeteiligung (Nvidia) bis hin zur Entlassung unliebsamer Amts-Chefs – das Fundament der USA als die liberale Volkswirtschaft bröckelt zusehends.

Andererseits scheint Amerika als Wachstumslokomotive der (westlichen) Welt nicht ausgedient zu haben. Die Zollpolitik Donald Trumps ist bislang (noch?) nicht zum Bumerang geworden. Das missglückte Startquartal entpuppte sich als Ausreisser, und spätestens mit dem Wachstum im zweiten Jahresviertel meldete sich die US-Wirtschaft eindrücklich zurück. Trotz Abkühlung am Arbeitsmarkt zeichnet sich ein Einbrechen nicht ab, und die USA dürften das laufende Jahr mit einem Wachstum von mindestens 1,7 Prozent beschliessen.

Davon kann **Europa** nur träumen. Diesseits des Atlantiks kämpft man mit anhaltenden strukturellen und regulatorischen Problemen, die das Wachstum hemmen. Das Schwergewicht und einstige Zugpferd Deutschland kann die seit drei Jahren andauernden Lähmungserscheinungen nicht überwinden. Kommt hinzu, dass Frankreich erneut auf eine politische Blockade hinzusteuert, welche die Chancen auf notwendige Reformen von «verschwindend gering» zu «nicht mehr vorhanden» tendieren lässt. Die prekäre Haushaltslage verschärft sich damit, wobei die «Grande Nation» in Europa in guter Gesellschaft ist. Denn längst ist nicht nur Italien mit seiner Verschuldung (rund 135% des BIPs) zum Sorgenkind geworden. Die Maastrichtkriterien sind zahnlos, und Wille zur Austerität ist bestenfalls ein Relikt vergangener Zeiten. Stattdessen ist «klotzen und nicht kleckern» angesagt. Insbesondere werden für Energiewende und Verteidigung zusätzlich unzählige Milliarden ausgegeben. Dass dies bei mauer Konjunktur immer mehr zum Problem wird, belastet zusehends auch die Finanzmärkte. Die Risikoprämien auf europäischen Staatsanleihen sind grossflächig wieder auf die Niveaus wie während der Eurokrise von 2010 gestiegen. Auch wenn wir nicht unmittelbar von einer erneuten Zerreissprobe für die Währungsunion ausgehen, ist die Besorgnis an den Kapitalmärkten Ausdruck davon, dass es im europäischen Gebälk ordentlich knirscht.

Das spürt die **Schweiz** schon länger. Denn nicht erst seit dem amerikanischen Zollhammer ist unsere Aussenwirtschaft unter Druck geraten. Der starke Franken und eben auch die schleppende europäische Konjunktur verhindern dringend benötigte Impulse. Daran wird sich auch im Herbst nichts ändern. Die hiesige Wirtschaft bleibt auf sich allein gestellt, und von entsprechend zentraler Bedeutung ist die Binnennachfrage. Da sich diese aber robust zeigt, erachten wir die Gefahr einer eigentlichen Rezession als gering. Ein Jahreswachstum von rund 1,5 Prozent liegt immer noch in Griffweite. Dies liegt erneut unter dem Potenzialwachstum. Mit den US-Zöllen, den Unwägbarkeiten für die wichtige Pharmabranche und den Widrigkeiten für Europa bleibt ein stärkeres Wachstum aber vorerst illusorisch. Die stürmischen Zeiten für Europa mögen die Schweiz nicht direkt zu tangieren. Für Rückenwind sorgen sie aber definitiv auch nicht.



Santosh Brivio
Senior Economist

Alle Augen auf die Fed

Im September nehmen die Zentralbanken die Sitzungen wieder auf. Wir rechnen aber mit keiner Zinssenkung. Dies steht jedoch quer zu den Markterwartungen für die Fed und könnte für Unruhe an den Finanzmärkten sorgen.

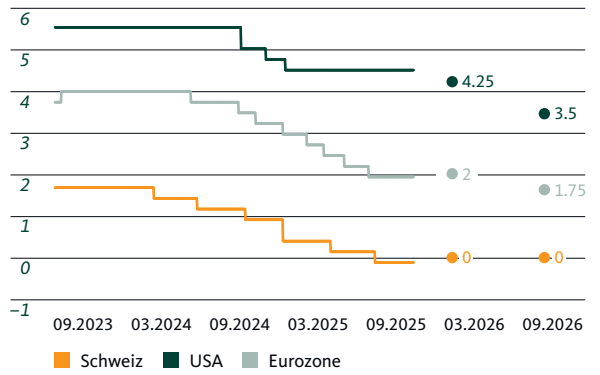
Die Markterwartungen sind klar: Geht es nach ihnen, wird nach einer langen Pause die **Fed** am 17. September den Leitzins senken. An der Jackson-Hole-Notenbankkonferenz vom August öffnete Jerome Powell die Tür für eine Zinssenkung weit. Der Fed-Vorsitzende erklärte, dass es bald angezeigt sein könne, auf die Abkühlung am US-Arbeitsmarkt mit einer Lockerung der Geldpolitik zu reagieren. Auch wenn die Meinungsheterogenität innerhalb des Offenmarktausschusses (FOMC) zugenommen hat, sind wir der Meinung, dass die Fed im September aus mehreren Gründen noch stillhalten wird.

Erstens erfordert die konjunkturelle Lage keinen dringenden Handlungsbedarf. Das Wirtschaftswachstum bleibt bemerkenswert robust, und die Inflation spiegelt allmählich die ersten Auswirkungen der Zollpolitik. Zweitens normalisiert sich der Arbeitsmarkt nach einer langen Überhitzungsphase, was zukünftig die Fed vor eine anspruchsvolle Gleichgewichtungsübung zwischen ihren Zielen setzen könnte. Drittens haben sich die Kreditkonditionen trotz dem hohen Zinsniveau verbessert: Die Emissionen auf dem Markt für Unternehmensanleihen sind hoch, die Credit Spreads sind eng und die Verfügbarkeit von Bankkrediten ist gross. Und schliesslich geht es um die Glaubwürdigkeit der Fed, ihrem datenbasierten Ansatz treu zu bleiben, ohne den Forderungen des US-Präsidenten nachzugeben. Ende Oktober wird die Fed mehr Klarheit hinsichtlich der Auswirkungen der US-Zollpolitik auf die wieder ansteigende Inflation und die Beschäftigung haben.

Bei der Schweizerischen Nationalbank **(SNB)** ist der konventionelle Handlungsspielraum mit der Zinssenkung von Juni auf 0 Prozent bereits ausgeschöpft. Nun steht die Inflationsrate wieder im Einklang mit der SNB-eigenen Teuerungsprognose. Die zur Verfügung stehenden Mittel zur Abschwächung des Frankens und zur Entlastung der exportorientierten Wirtschaft sind jedoch begrenzt. Auch mit einem negativen Leitzins kann sich die SNB nicht den Marktkräften entgegenstemmen und würde daher nur Kollateralschäden und kaum Wirkung im Ziel bewirken. Devisenmarktinterventionen können eher nur punktuell vorgenommen werden, da ein langfristiger und grossflächiger Eingriff politische und bilanzielle Risiken birgt.

In der Eurozone verlagert sich der EZB-Fokus von der nach langem Kampf unter Kontrolle befindlichen Inflation auf die schleppende Konjunktur. Wir sind der Meinung, dass die EZB nicht sofort die Geldpolitik weiter lockern wird. Schon jetzt sind die Leitzinsen am unteren Rand des neutralen Bereiches. Eine weitere Senkung erachten wir erst bei datenbestätigter Konjunktureintrübung als angezeigt.

Im Herbst fängt die Fed mit den Zinssenkungen wieder an
Unsere Leitzinsprognosen, in %
Quellen: Bloomberg, Migros Bank





Valentino Guggia
Economist

Fokus Haushaltsrisiken

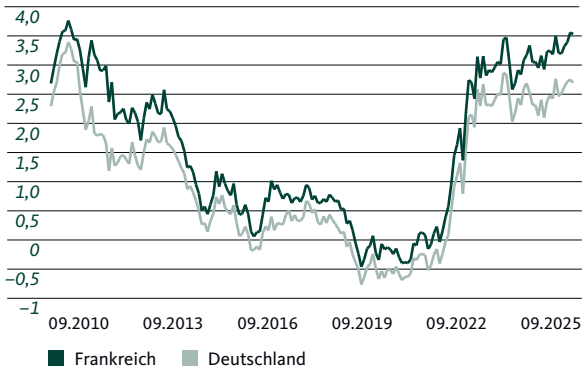
Während für die Schweizer Zinsen Flaute herrscht, weht stürmischer Wind in der Eurozone. Die Rendite der europäischen Papiere verzeichnet eine Aufwärtstendenz und Frankreich befindet sich in einer politischen Krise.

Nach der Einführung massiver US-Zölle auf Schweizer Exporte verschob sich die Zinsstrukturkurve der **Schweizer Staatsanleihen** praktisch über alle Laufzeiten hinweg nach unten. In den letzten Wochen blieb das Renditeniveau stabil. Dies deutet darauf hin, dass die Anleger sowohl bezüglich der SNB-Politik (kurzes Ende) als auch bezüglich der wirtschaftlichen und finanzpolitischen Risiken (langes Ende) keine grundsätzlich andere Beurteilung vornehmen. Auch in den nächsten Monaten dürften die Schweizer Kapitalmarktzinsen in einer engen, seitwärts gerichteten Handelsspanne notieren.

Die Rendite der langfristigen **US-Staatsanleihen** notiert weiterhin gut gestützt über 4 Prozent. Die Sorgen um die schnell wachsende Staatsverschuldung sowie um die konjunkturellen und strukturellen Folgen der protektionistischen Handelspolitik bleiben bestehen und bremsen einen deutlichen Rückgang der Renditen. Zurzeit preist der Markt wieder aggressive Zinssenkungen seitens der Fed ein. Diese Erwartungen sind unserer Meinung nach übertrieben. So ist mit Rückschlägen zu rechnen, wenn die Fed im Gegensatz zur Marktstimmung entscheiden würde. Darüber hinaus ist auch in naher Zukunft mit nervösen Reaktionen zu rechnen, da der Markt aufgrund der US-Politik angespannt ist. Für den weiteren Jahresverlauf gehen wir von tendenziell leicht sinkenden Zinsen amerikanischer Staatsanleihen aus.

Auch in der Eurozone ist die Lage angespannt, was die Sorgen um den öffentlichen Haushalt der einzelnen Mitglieder angeht. Die Zinsen haben sich von der Entwicklung der EZB-Leitzinsen komplett entkoppelt und steigen weiter an. Betroffen sind insbesondere die Renditen deutscher Staatsanleihen, die seit mehreren Monaten eine Aufwärtstendenz verzeichnen. Die Anleger fordern eine höhere Risikoprämie nicht nur aufgrund der schuldenfinanzierten Investitionen in Infrastruktur und Verteidigung, sondern auch wegen der implizierten Garantie für die Haushaltssünder der Währungsunion. Hierzu zählt Frankreich. Die Staatsverschuldung beträgt 3300 Milliarden Euro und das Land verzeichnet immer wieder hohe Defizite.Premierminister Bayrou wollte daher ein grosses Sparpaket mit Steuererhöhungen und Ausgabesenkungen verabschieden, aber ihm fehlte die Mehrheit im Parlament. So nach der verlorenen Vertrauensfrage musste er den Hut nehmen. Die Haushaltprobleme bleiben jedoch bestehen. So bleiben die Aussichten auf eine finanzielle Krise und die Finanzmärkte preisen entsprechend höhere Risikoprämien ein. In Zukunft könnte die EZB im Rahmen des Transmission Protection Instrument (TPI) Bons du Trésor kaufen, um den Anstieg der Renditen zu bremsen. Dann dürften die Anleger jedoch vermehrt die Risikoentschädigung bei stabileren Ländern in der Eurozone suchen.

Französische Zinsen auf dem höchsten Stand seit der Eurokrise
Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen, in %
Quellen: Bloomberg, Migros Bank





Valentino Guggia
Economist

Der Franken: Ein Fels in der Brandung

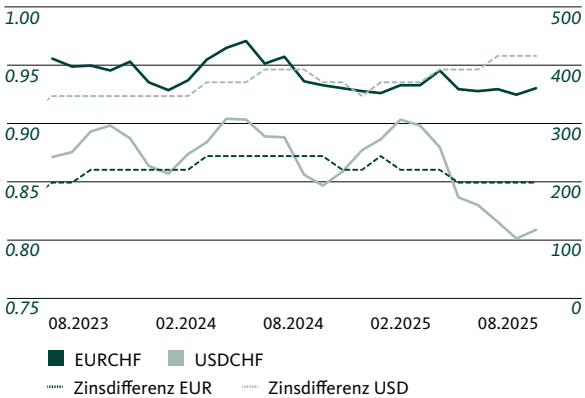
Das Anlegervertrauen in den Franken ist unerschütterlich. Das zeigt sich darin, dass die Festigkeit der Schweizer Landeswährung sowohl der Schweizerischen Nationalbank als auch konjunkturellem Gegenwind trotzt.

Gibt es irgendetwas, das den **Schweizer Franken** ins Wanken bringen könnte? Wahrscheinlich schon. Aber im Bereich des einigermassen realistisch Denkbaren lässt sich auf die Schnelle nichts finden. Die Welt – und auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) – beisst sich an unserer Währung die sprichwörtlichen Zähne aus.

Sechs Zinssenkungen im Umfang von 175 Basispunkten in nicht einmal eineinhalb Jahren? Die Schweizer Landeswährung schüttelte sie ab wie lästige Fliegen. Zum **Euro** hat der Franken bislang nicht mal den Anflug eines Schwächelns gezeigt. Mehr noch: Seit der ersten SNB-Zinssenkung (März 2024) hat er sogar um rund 3,1 Prozent zugelegt und dies obschon sich die Zinsdifferenz zum EZB-Einlagesatz nur geringfügig einengte.

Ein noch eindrücklicheres Bild zeigt sich im Vergleich zum **US-Dollar**. Zum Greenback hat der Franken bis heute um über 10 Prozent an Terrain gewonnen, und dies obschon sich die Zinsdifferenz zwischen dem hiesigen und dem amerikanischen Leitzins um 75 Basispunkte zugunsten der Fed ausweitete.

Der Franken wertet sich trotz erhöhter Zinsdifferenz auf
Wechselkurs und Zinsdifferenz (rechte Skala, in Basispunkten)
Quellen: Bloomberg, Migros Bank



Dies illustriert, dass sich der Schweizer Franken nicht nur von geldpolitischen Abschwächungsversuchen unbeeindruckt zeigt, sondern gegenüber wirtschaftlichem Ungemach zur Immunität neigt. Ob Zölle, schwächelnde internationale Nachfrage oder sogar eine Kombination aus beidem: Am Franken prallt offenbar alles ab.

Diese Resilienz ist für die Schweizer Exportbranche (und damit auch für die Schweizer Wirtschaft) alles andere als ein Segen. Denn eine starke Währung verteuert die Preise für die Schweizer Ausfuhrprodukte auf den Weltmärkten.

Dennoch müssen die exportorientierten Unternehmen bis auf weiteres mit diesem Wettbewerbsnachteil zurechtkommen. Denn die Stärke des Frankens ist der institutionellen Stabilität und der finanziellen Solidität der Schweiz geschuldet. Ist das internationale Anlage- und/oder Konjunkturumfeld zudem durch Unsicherheit und Gegenwind gekennzeichnet, verstärkt sich diese grundsätzliche Anziehungskraft zusätzlich. Da sich vorerst weder beim herausfordernden Umfeld noch bei den institutionellen und finanziellen Charakteristiken der Schweiz etwas ändert, erwarten wir sowohl zum Euro als auch zum Dollar eine anhaltende Festigkeit des Franken. Er bleibt ein Fels in der Brandung.



Santosh Brivio
Senior Economist

Herausgeberin
Migros Bank AG
Investment Office
Postfach
8010 Zürich

Kontakt
Santosh Brivio, Senior Economist | santosh.brivio@migrosbank.ch
Valentino Guggia, Economist | valentino.guggia@migrosbank.ch

Redaktionsschluss
5. September 2025

Disclaimer
Die in dieser Publikation der Migros Bank AG enthaltenen Informationen dienen zu Werbe- und Informationszwecken gemäss Art. 68 des Finanzdienstleistungsgesetzes. Sie sind nicht das Ergebnis einer (unabhängigen) Finanzanalyse. Die darin enthaltenen Informationen begründen weder eine Aufforderung, ein Angebot noch eine Empfehlung zum Kauf und Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Durchführung bestimmter Transaktionen oder zum Abschluss eines anderen Rechtsgeschäftes, sondern haben ausschliesslich beschreibenden, informativen Charakter. Die Informationen stellen weder ein Kotierungsinserat, ein Basisinformationsblatt noch einen Prospekt dar. Insbesondere stellen sie keine persönliche Empfehlung oder Anlageberatung dar. Sie berücksichtigen weder Anlageziele, das bestehende Portfolio noch die Risikobereitschaft oder Risikofähigkeit oder finanzielle Situation oder andere besondere Bedürfnisse des Empfängers. Der Empfänger ist ausdrücklich aufgerufen, seine allfälligen Anlageentscheide aufgrund eigener Abklärungen inklusive Studium der rechtsverbindlichen Basisinformationsblätter und Prospekte oder auf der Informationsbasis einer Anlageberatung zu treffen. Die rechtsverbindlichen Produktdokumentationen sind, sofern diese vorgeschrieben und vom Emittenten bereitgestellt wurden, über migrosbank.ch/bib erhältlich. Der Inhalt dieser Publikation wurde möglicherweise ganz oder teilweise mit Hilfe künstlicher Intelligenz erstellt. Die Migros Bank AG verwendet beim Einsatz von künstlicher Intelligenz ausgewählte Technologien und veröffentlicht keine maschinell generierten Inhalte ohne menschliche Überprüfung. Unabhängig davon, ob die vorliegenden Informationen mit oder ohne Unterstützung durch künstliche Intelligenz erstellt wurden, übernimmt die Migros Bank AG keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der vorliegenden Informationen und lehnt jegliche Haftung für allfällige Verluste oder Schäden irgendwelcher Art ab, welche im Zusammenhang mit diesen Informationen entstehen könnten. Die vorliegenden Informationen stellen lediglich eine Momentaufnahme im aufgedruckten Zeitpunkt dar; es erfolgen keine automatischen, regelmässigen Anpassungen.