MIGROS BANK



MAKRO-
ÜBERSICHT

JUNI 2025

Wolken am Sommerhimmel

Inhalt

03 **In Kürze**

Bloss kein Sommergewitter!

04 **Konjunktur**

Übergangsphase

05 **Geldpolitik**

SNB am Scheideweg

06 **Zinsen**

Steigende Sorgen um US-Verschuldung

07 **Währungen**

Stürmische Zeiten für den Greenback

Bloss kein Sommergewitter!

Der Sommer hat Einzug gehalten, und die Temperatur klettert in die Höhe. Heiss präsentiert sich auch die Lage bei der Konjunktur. Jedoch nicht im Sinne eines sommerlich-beschwingten Lebensgefühls. Vielmehr gleicht die Situation der aufgeladenen Stimmung unmittelbar vor einem Sommergewitter. Die US-Zölle haben sich wie Sturmwolken zusammengeballt. Sie trüben ein in vielen Bereichen gar nicht so düsteres Bild. So zeigt sich etwa die Wirtschaft in den USA trotz Trump-Politik und leichter Schrumpfung im ersten Quartal bemerkenswert resilient. Währenddessen signalisiert der Einzelhandel in China eine zaghafte Konsumerholung, und in der Eurozone trotzt die Arbeitslosigkeit der mauen Konjunktur auf historisch tiefem Niveau. In der Schweiz schliesslich zeichnet sich auch mit Deflationsrisiken keine besorgniserregende Erosion der Privatkonsumnachfrage ab.

Trotz dieser Lichtblicke bleibt das Wirtschaftswachstum aber meistenorts deutlich unter Potenzial. Steigende Ausgaben (Verteidigung), die ausufernde US-Verschuldung und natürlich die Unwägbarkeiten des Zollkonfliktes verhindern eine deutliche Fahrtaufnahme. Das weckt gerade in der Zollfrage den Wunsch nach einem reinigenden Sommergewitter, welches das Hin und Her durch Klarheit ersetzt. Doch Vorsicht: Das Gewitter kann schnell in eine langandauernde Unwettersaison ausarten. Die Lichtblicke hätten dann kaum Bestand.

Besser wäre es, die Gewitterwolken würden sich verziehen, ohne sich zollmässig zu entladen. Dies liegt aber primär in der Hand Trumps, der bislang wenig Anstalten macht, seinen Angriff auf den Welthandel vorzeitig abzubrechen. Daher wird die globale Wirtschaft wohl über den Sommer durch die gewitterhafte Schwüle gelähmt bleiben. Das ist zwar nicht erbauend. Aber immerhin besser als vom Zollblitz erschlagen zu werden.

Wir sollten daher die warmen Temperaturen trotz der Wolken geniessen. In diesem Sinne wünsche ich Ihnen einen gewitterfreien Sommer und eine spannende Lektüre.



Santosh Brivio
Senior Economist

Konjunktur

Die Konjunktur bleibt durch die Unsicherheiten im Zollstreit gelähmt. Sorgen um die Staatsfinanzen in den USA – aber auch in Europa – behindern eine Fahrtaufnahme zusätzlich.

Zinsen

Der US-Anleihemarkt warnt immer eindringlicher vor der Politik der US-Regierung. Auch am europäischen Kapitalmarkt wächst die Sorge um die Staatsverschuldungen.

Geldpolitik

In der Schweiz und in der Eurozone stehen die nächsten Zinssenkungen an. Derweil dürfte die Fed ein weiteres Mal abwarten und die Zinssenkungspause erneut verlängern.

Währungen

Washingtons Zoll- und Handelspolitik setzt den Dollar unter anhaltenden Druck. Davon profitiert insbesondere der Euro, der seit Trumps Amtsantritt handelsgewichtet deutlich zugelegt hat.

Unsichere Grosswetterlage

Die Zollunwägbarkeiten lasten auf der globalen Konjunktur. Dort, wo positive Wachstumsraten zu verzeichnen sind, bleiben diese anfällig. Die Abwärtsrisiken sind hoch – in den USA ebenso, wie auch in Europa und der Schweiz.

Bevölkerungsunruhen, Schuldenschlendrian sowie eine Zollpolitik, die Rivalen und Partner verprellt und verwirrt: Nein, die **USA** geben derzeit wahrlich kein gutes Bild ab.

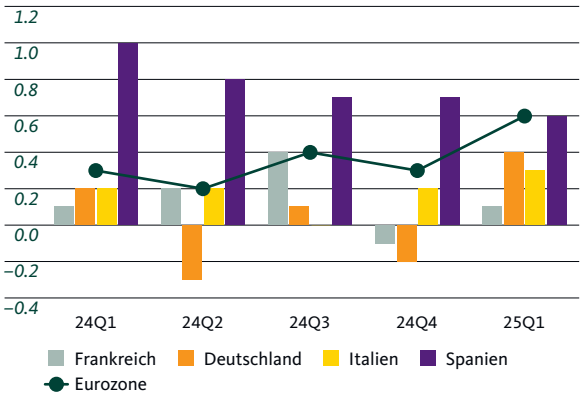
Dennoch zeigt sich die US-Konjunktur insgesamt relativ widerstandfähig. Die Arbeitslosigkeit verharrt deutlich unter dem historischen Mittel. Gleichzeitig liegt der Preisauftrieb nur geringfügig über dem Fed-Inflationsziel (2%). Und schliesslich hat sich die Stimmung bei den Konsumenten und den Klein- und Mittelunternehmen aufgehellt. Es überrascht daher nicht, dass sich für das zweite Quartal ein solides Wirtschaftswachstum abzeichnet. Schätzungen des Atlanta-Fed gehen von annualisierten 3,8 Prozent aus.

Die US-Wirtschaft dürfte damit das erste Quartal ausmerzen, als vorgezogene Importe zu einem Wirtschaftsrückgang von annualisierten 0,3 Prozent führten. Angesichts einer möglichen Verschärfung des Zollkonfliktes ist das Wachstum aber anfällig. Noch höhere Zölle würden die Unternehmen unter starken Druck setzen, die Teuerung neu entfachen und die Privatkonsumnachfrage belasten. Es braucht wenig, damit der Gegenwind für zum eigentlichen Sturm anwächst.

Es bleibt daher zu hoffen, dass das tarifäre Säbelrasseln abnimmt. Auch für die Globalkonjunktur insgesamt. Denn auch wenn die Zollunwägbarkeiten bislang zu keiner weltweiten Rezession führen, ist die Lage fragil.

In **China** etwa können die zuletzt gestiegenen (staatlich stimulierten) Einzelhandelsumsätze die hartnäckigen Probleme nicht kaschieren. Die ungelöste Immobilienkrise, die anhaltende Deflation, hohe Jugendarbeitslosigkeit und Konsumzurückhaltung lässt die zweitgrösste Volkswirtschaft vorerst weiter schwächeln.

Spanien stützt das europäische Wachstum
Veränderung des realen BIP gegenüber dem Vorquartal
Quellen: Eurostat, Migros Bank



Ein Ausbund der Stärke ist auch Europa nicht. Schwergewicht Deutschland befindet sich nach zwei Rezessions-Jahren bestenfalls in einer Stagnation. Weil auch Frankreich und Italien höchstens ein Mini-Wachstum verzeichnen, fallen auch die kräftigen Wachstumsraten in Spanien oder Portugal nicht ins Gewicht: Impulse sind aus der **Eurozone** nicht zu erwarten. Schon gar nicht bei einer Verschärfung des Zollstreites.

Damit bleibt das Umfeld für die **Schweiz** angespannt. Eine Wachstumsbeschleunigung erscheint nach dem starken ersten jahresviertel (+0,8%) als nicht angezeigt. Vielmehr überwiegen insbesondere im Aussenhandel die Risiken. Der Kurs für ein zwar nicht rosiges aber unter gegebenen Umständen doch solides Jahreswachstum liegt aber weiter an. Voraussetzung hierfür ist, dass es nicht zur globalen Zolleskalation kommt. Darauf hat die Schweiz aber keinen Einfluss. Sie muss mit den Gewitterwolken leben.



Santosh Brivio
Senior Economist

SNB am Scheideweg

Noch vor der Sommersonnenwende werden die Währungshüter der SNB und der Federal Reserve schwere Zinsentscheide treffen. Vorerst rechnen wir nicht mit einer Rückkehr der Negativzinsen in der Schweiz.

Zuletzt hat sich die Teuerung in der Schweiz so weit abgeschwächt, dass die Inflationsrate im Mai leicht unter null und deshalb ausserhalb des Preisstabilitätsbereiches der **SNB** lag. Gemäss jüngsten Aussagen von SNB-Präsident Martin Schlegel kann die Zentralbank vorübergehend eine negative Inflationsrate dulden, solange der mittelfristige Ausblick unangetastet bleibt.

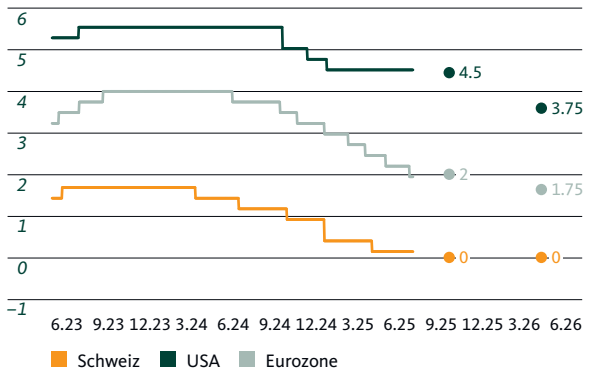
Der starke Franken, sinkende Energiepreise und der nachlassende Preisauftrieb bei den Dienstleistungen lassen aber vermuten, dass die Inflationsrisiken für längere Zeit nach unten gerichtet sind. Deshalb rechnen wir mit einer weiteren Zinssenkung am 19. Juni und einer Revision der SNB-Inflationserwartungen für das laufende Jahr. Im Gegensatz zu den Markterwartungen entspricht die Rückkehr der Negativzinsen derzeit nicht unserem Basisszenario, da ein Grossteil des Inflationsrückgangs auf Faktoren (z.B. Erdölpreis) zurückzuführen ist, die ausserhalb des Einflussbereichs der SNB liegen. Die Rhetorik der SNB und einige Entwicklungen auf dem Interbankenmarkt deuten jedoch darauf hin, dass dies eine Option ist, die nicht von vornherein ausgeschlossen werden kann.

Vor dem Hintergrund wachsender Besorgnis über die Staatsverschuldung der US-Regierung wird die **Fed** am Abend des 18. Juni den Zinsentscheid sowie die Revision ihrer Konjunkturprognosen bekanntgeben. Obwohl US-Präsident Donald Trump unvermindert rasche Zinssenkungen fordert, rechnen wir mit einer erneuten Verlängerung der Zinssenkungspause. Es ist noch unklar, in welche Richtung sich die US-Handelspolitik entwickeln wird. Im Mai warnte die Fed vor dem angestiegenen Risiko einer Stagflation in den USA. unter diesem Gesichtspunkt wird es interessant sein, die Revisionen der Konjunkturprognosen zu sehen.

Aufgrund ihres dualen Mandats – Preisstabilität und maximaler Beschäftigung – ist es gut möglich, dass die Fed im weiteren Jahresverlauf eine anspruchsvolle Gleichgewichtungsübung absolvieren muss, da die Auswirkungen der Zollpolitik eine Geldpolitik in unterschiedliche Richtungen erfordern könnten.

Der nachlassende Inflationsdruck dank sinkender Energiepreise und der Euro-Aufwertung gegenüber dem US-Dollar war Anlass für die EZB, den Einlagesatz weiter auf 2 Prozent zu senken. Der Konjunkturausblick bleibt unsicher: zwar rechnet die **EZB** nun mit einer Jahresteuerung unter der Zielmarke von 2 Prozent bereits im laufenden Jahr, aber auf der anderen Seite hält der Handelskonflikt die Wachstumsrisiken hoch. Nun wird die EZB aber den Fuss vom Gas nehmen, was das Tempo der nächsten Zinssenkungen angeht. Innert Jahresfrist wird die EZB die Leitzinsen noch zwei Mal bis zum unteren Rand des neutralen Bereiches bei 1,75 Prozent senken.

Vorerst keine Negativzinsen in der Schweiz
Unsere Leitzinsprognosen — Quellen: Bloomberg, Migros Bank





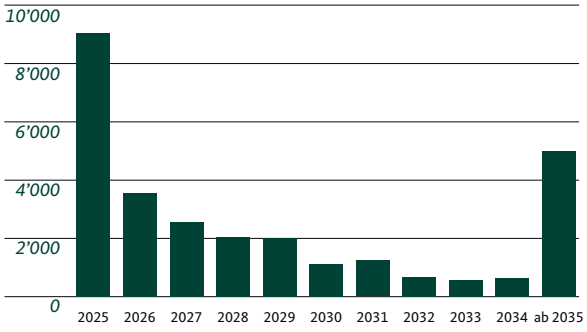
Valentino Guggia
Economist

Steigende Sorgen um US-Verschuldung

Die Herabstufung der Kreditqualität und der Ausblick einer zusätzlichen Ausweitung der Staatsverschuldung erhöhen die Risikoprämie der Treasuries. In der Schweiz bleibt das kurzfristige Zinsniveau im negativen Bereich.

In den USA bleibt die Anspannung am Kapitalmarkt hoch. Die Rendite der 10-jährigen **US-Treasuries nahm markant zu** und verharrt zuletzt auf 4,4 Prozent. Da der US-Kapitalmarkt als eine Art Sorgenbarometer gilt, deutet dieser Anstieg auf eine gewisse Unbeliebtheit der US-Zollpolitik hin, die den konjunkturellen Ausblick belastet. Darüber hinaus plant Trump einen Gesetzentwurf, der umfassende Steuersenkungen vorsieht und dadurch das Defizit verschärft. Dies lässt die Marktteilnehmenden nicht unbeeindruckt. Bei einer Auktion für 20-jährige Staatsanleihen musste sich das Finanzministerium mit einer schwachen Nachfrage auseinandersetzen und einen Couponzins über 5 Prozent festlegen. Es ist gut verständlich, dass die Investoren höhere Risikoprämien verlangen: im laufenden Jahr muss die US-Regierung knapp ein Viertel der ausstehenden Verschuldung in einem Hochzinsumfeld refinanzieren. Der Schuldenlast belastet immer mehr den öffentlichen Haushalt und gehört bereits heute zu den grössten Ausgabeposten.

Grosser Refinanzierungsbedarf in Kürze
Ausstehende Staatsverschuldung in Mrd. USD, nach Fälligkeitsjahr
Quellen: Bloomberg, Migros Bank



In Europa ist zurzeit weniger los, was die Entwicklung der Staatsanleihen angeht. Trotz zahlreicher Leitzinssenkungen liegt die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen **Deutschlands** praktisch auf dem gleichen Niveau wie vor zwölf Monaten. Dies zeigt aber, dass die Marktteilnehmenden auch in Europa eine steigende Risikoprämie erfordern. Die Hauptgründe hierfür dürften wenig überraschend in den schuldenfinanzierten Investitionspakete Deutschlands und der Europäischen Union liegen, welche die Vorgaben zur Haushaltsdisziplin abschwächen. Zudem würde die mögliche Ausgabe von gemeinsamen Staatsanleihen es hochverschuldete Mitgliedsstaaten erlauben, dank der implizierten Garantie stabilerer Ländern zu günstigeren Konditionen Geld an den Finanzmärkten aufzunehmen.

Im Vergleich zum vergangen Monat hat sich die Lage am **Schweizer** Kapitalmarkt nicht grundsätzlich geändert. Die Rendite der Eidgenossen mit kürzeren Laufzeiten bleibt im negativen Bereich, während es am langen Ende der Zinskurve eine Zunahme der Rendite auf Verfall von etwa 10 Basispunkten zu verzeichnen war. Diese Bewegung ist nicht von grosser Bedeutung, sondern eher auf eine Anpassung der Marktertwartungen sowie auf die geringere Liquidität zurückzuführen. Aufgrund der erhöhten Unsicherheit rechnen wir weiterhin mit einem anhaltenden Druck auf die Renditen.



Valentino Guggia
Economist

Stürmische Zeiten für den Greenback

Der US-Dollar hat seine Bedeutung als sicherer Hafen in Krisenzeiten verloren. Solange die US-Regierung keinen Kurswechsel vornimmt, ist er im Gegenteil drauf und dran, selbst zu einer unsicheren Währung zu werden.

Eigentlich spricht einiges für einen festen US-Dollar. Die Zinsen in den USA liegen deutlich über jenen anderer Industriestaaten. Zudem steuert die USA auf ein vergleichsweise robustes Wirtschaftswachstum zu und der **Greenback** ist die wichtigste und verbreitetste Währung weltweit. Und nicht zuletzt sind die Rohstoffe in Dollar denominiert.

Trotz dieser Ausganglage kriselt der Greenback. Handelsgewichtet büsste er seit Jahresbeginn rund 8 Prozent an Wert ein. Der Grund für diesen eigentliche Ausverkauf liegt dabei nicht in einer strahlenden Weltlage und einer entsprechend geringen Dollar-Nachfrage, sondern ist bei den USA selbst zu suchen.

Am Dollar veranschaulicht sich derzeit eine bekannte Redewendung: Es braucht lange, bis Vertrauen aufgebaut ist, und es geht sehr schnell, bis es zerstört ist. Und die US-Politik arbeitet derzeit im Rekordtempo an der Zerstörung des über Jahrzehnten aufgebauten Vertrauens. Angefangen über massives tarifäre torpedieren des Welthandels, über aussenpolitische Unberechenbarkeit bis hin zu einem Verschuldungsgebaren als gäbe es kein Morgen: Die US-Regierung unterlässt kaum etwas, um das Vertrauen in den Dollar zu untergraben. Vom Kokettieren mit dem Eingriff in die Unabhängigkeit der Fed ganz zu schweigen.

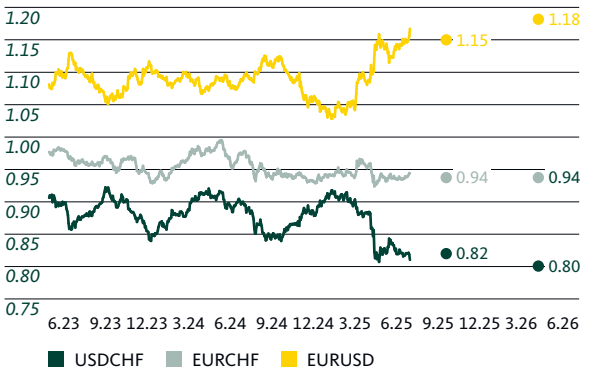
Vor diesem Hintergrund vermag die Dollar-Baisse nicht zu verwundern. Solange die Administration Trump in der Zoll- und Handelspolitik keinen gemässigten Kurs einschlägt und/oder keine ernsthaften Bemühungen um eine Kontrolle des Staatsdefizits auszumachen sind, wird der Greenback unter Druck bleiben. Da wir von keinem radikalen Politikwechsel der US-Regierung ausgehen, erwarten wir daher, dass der US-Dollar sowohl zum Euro als auch zum Schweizerfranken vorerst noch weiter Boden preisgeben wird.

Damit ist auch klar, dass wir die Erstarkung des **Euros** nicht als Ausdruck eines ausgeprägten Anlegervertrauens in Europa betrachten. Sondern lediglich als Zeichen dafür, dass bei Sturm der europäische Hafen als etwas weniger unsicher beurteilt wird als sein amerikanisches Pendant.

Ausser Frage steht hingegen die Sicherheit des **Schweizerfrankens** als Anlegerhafen. Obwohl auch die Schweiz nicht vor den Auswirkungen eines allfälligen Zollsturms gefeit wäre – der defensive Charakter ihrer Aussenwirtschaft, die politische Stabilität und die niedrige Staatsverschuldung belässt den Franken in einer hohen Anlegergunst. Das bedeutet aber auch, dass es für die Schweizer SNB kaum möglich ist, gegen diese Fluchtbewegungen anzukämpfen. Daher erwarten wir nicht nur gegen den Dollar ein Andauern der Frankenstärke sondern insbesondere auch gegenüber dem Euro.

Die Dollarschwäche hält an
Entwicklung und Prognosen Migros Bank

Quellen: Bloomberg, Migros Bank





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
12. Juni 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.