

MIGROS BANK

MAKRO-
ÜBERSICHT

JULI 2025

Der Elefant im Raum

Inhalt

03 **In Kürze**

Elefantenzirkus

04 **Konjunktur**

Angezählt aber (noch?) nicht k.o.

05 **Geldpolitik**

Das grosse Warten

06 **Zinsen**

US-Anleihen: Ja, aber...

07 **Währungen**

Unsere Währung, euer Problem?

Elefantenzirkus

Am 9. Juli ging die 90tägige Zollpause zu Ende, die Donald Trump auf den verhängten reziproken Zöllen gewährte.

Für Europa ging das bange Warten mit einem unschönen Paukenschlag zu Ende. Der US-Präsident verkündete, dass ab dem 1. August neue 30-prozentige Zölle auf europäische Exporte in die USA gelten. Auch wenn die EU-Kommission bis dahin weiterverhandeln möchte – die Erzielung eines Handelsabkommens zur Abwendung der Zölle ist unter diesen Umständen in weite Ferne gerückt. Viel mehr stehen die Zeichen auf Eskalation. Namhafte Vertreter europäischer Länder fordern lautstark die Erhebung von Vergeltungszöllen.

Ob es zu einem solchen, für alle Beteiligten schädlichen Drehen der Zollspirale kommt, ist noch nicht endgültig in Stein gemeisselt. Angesichts des präsidialen Hüst- und Hott-Kurses würde eine weitere Fristerstreckung nicht komplett überraschen. Sich darauf zu verlassen wäre allerdings töricht. Allerdings sind die Hoffnungen auf eine handelsdiplomatische Beilegung des Zollstreits deutlich gesunken.

Ob nun in letzter Sekunde ein Abkommen zwischen der EU und den USA zustande kommt oder ob zum Monatswechsel tatsächlich die Zollmauern weiter hochgezogen werden: Tatsache ist, dass die Manege frei ist für die nächste Runde im Elefantenzirkus: Trump und seine Zollpolitik bleiben der Elefant im Raum, der tatsächlich die globale Konjunktur platt trampeln kann.

Doch auch ohne Eskalation im Zollstreit bleibt das Makrogeschehen spannend. Wie stark beispielsweise die US-Wirtschaft unter der Zoll- und Schuldenpolitik leidet, ob die EZB bald ihre nächste Zinssenkung vornimmt oder wann die Frankenstärke allenfalls endlich ein Ende findet – zur Beantwortung dieser und weiterer Fragen braucht es keinen Elefanten, sondern lediglich die vorliegende Makro-Übersicht.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen eine spannende Lektüre und eine elefantös-erholsame Ferienzeit.



Santosh Brivio
Senior Economist

Konjunktur

Während sich die US-Konjunktur resilient zeigt, kommt die europäische Wirtschaft nicht in die Gänge. Damit fehlen auch der Schweiz weiterhin wichtige Impulse.

Zinsen

Angesichts der anhaltenden Unsicherheiten bleiben die Anleiherenditen sowohl in den USA als auch in Europa erhöht. Aus dem gleichen Grund bleiben sie in der Schweiz unter Druck.

Geldpolitik

Die Fed setzt ihren Maschhalt fort, derweil die EZB eine wohl nur kurze Verschnaufpause einlegt. Die SNB wiederum kann mit einem Leitzins von 0% vorerst ganz gut leben.

Währungen

Die Dollarschwäche dürfte in den kommenden Monaten andauern. Dies wird immer mehr zum Problem für andere Volkswirtschaften. Auch für die Schweiz.

Angezählt aber (noch?) nicht k.o.

Erratische Zollpolitik, internationaler Vertrauensverlust oder exorbitante Schuldenwirtschaft – trotz dieser Widrigkeiten zeigt sich die US-Wirtschaft bemerkenswert resilient. Ganz im Gegensatz zur Eurozone.

Die Befundaufnahme zur **US-Wirtschaft** ist schwierig. Zweifelsohne ein Grund für Skepsis ist das Echo der Konjunkturdelle im ersten Quartal. Die erste Wirtschaftsschrumpfung nach 12 Quartalen sorgt für Verunsicherung: Die über dem Fed-Ziel verharrende Inflation, der ausserhalb des Staates nur verhaltene Stellenaufbau, die ausufernde Verschuldung – alles Anzeichen einer Abwärtsspirale?

Nein, denn es gibt auch eine andere Sichtweise. So ist keine Erosion beim Privatkonsum auszumachen. Daran hat die anhaltend tiefe Arbeitslosigkeit einen massgeblichen Anteil. Weiter frisst die zurückgegangene Inflation deutlich weniger Kaufkraft weg, wie in den Vorjahren. Und schliesslich zeigt sich auch der wichtige Bankensektor solide, und die Kreditvergabe erfolgt zwar vorsichtiger, bleibt aber intakt. Aus diesen Gründen rechnen wir damit, dass die US-Unternehmen mit ihrer Innovationskraft und der amerikanischen «can do»-Mentalität dem politikinduzierten Gegenwind trotzen und die Konjunkturscharte auswetzen. Eine Wachstumsdynamik wie in den letzten Jahren gelingt zwar nicht mehr, eine Rezession dürfte aber vermieden werden.

Diese Verlangsamung ist aus europäischer Warte ein Jammern auf hohem Niveau. Denn die Erholungsanzeichen bleiben spärlich. Schwergewicht Deutschland findet trotz neuer Regierung nur mühsam Tritt – nach zwei Jahren mit einem Wirtschaftsrückgang zeichnet sich bestenfalls ein Mini-Wachstum ab. Die schwachen Wachstumsraten in Frankreich und Italien büssen weiter an Dynamik ein.

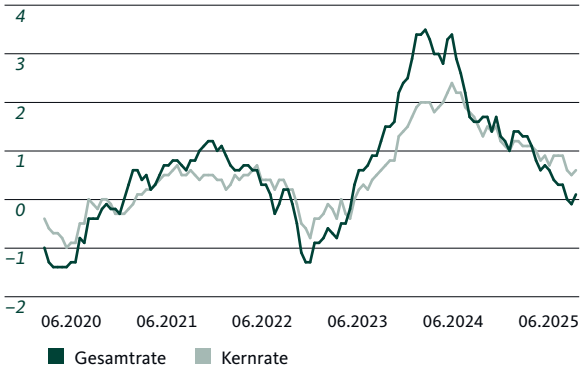
Damit bleiben die Perspektive für die **Eurozone** eingetrübt. Die strukturellen Probleme (Energie, Regulierung, politische Blockaden) werden durch die Unsicherheiten im Zollstreit zusätzlich verschärft.

Auch wenn eine ultimative Eskalation doch noch vermieden werden kann, verlangsamen die Unsicherheiten und die wahrscheinlich punktuell hohen Zölle die bereits schleppende Gangart weiter.

Damit lassen für die **Schweiz** europäische Impulse weiter auf sich warten. Entscheidender Pfeiler des Wachstums bleibt einmal mehr der Privatkonsum. Gerät dieser nicht ins Wanken, stehen die Chancen gut, dass die Schweizer Wirtschaft trotz schwieriger Aussenhandelsbedingungen ein vergleichsweises solides Wachstum aufrechterhalten kann. Angesichts der äusserst moderaten Teuerung bei einer tiefen Arbeitslosigkeit bleibt die Gefahr einer Konsumabschwächung jedoch gering.

Bleibt zu hoffen, dass US-Zölle nicht doch einen Strich durch die Rechnung machen. Auch wenn die Zeichen darauf hindeuten, dass es für die Schweiz nicht zu einem heftigen Zollkrieg kommt– ganz sicher sein kann man bei Donald Trump bekanntlich nie. Der US-Präsident bleibt für die Konjunktur in der Schweiz der Elefant im Raum.

Kein inflationsseitiger Gegenwind
Schweizer Jahresteuerung, in %
Quellen: Bloomberg, Migros Bank





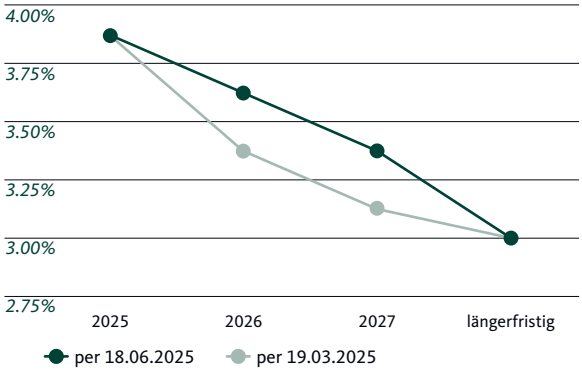
Santosh Brivio
Senior Economist

Das grosse Warten

Der Marschhalt der US-Notenbank dauert an. Auch die Europäische Zentralbank dürfte angesichts der Unsicherheiten zu einer Zinssenkungspause ansetzen. In der Schweiz sind Negativzinsen nochmals unwahrscheinlicher geworden

Etwas Licht ins Dunkle. Das erhofften sich die Marktakteure von der Veröffentlichung des letzten Sitzungsprotokolls des **Fed**-Offenmarktausschusses (FOMC). Doch so richtig erhellend waren die «Minutes» zum Juni-Zinsentscheid nicht. Mehr noch: Im Vergleich zum März zeigt sich eine wachsende Meinungsdivergenz zwischen den FOMC-Mitgliedern. Was klar ist: Eine Mehrheit hält die Wiederaufnahme der Zinslockerung noch in diesem Jahr für angezeigt, sieht aber Eile geboten.

Die Fed bleibt zurückhaltend
FOMC-Leitzinserwartung (Median) zum jeweiligen Jahresende
Quellen: Bloomberg, Migros Bank



Der Grund liegt in der Inflations- und Konjunkturentwicklung der USA. Donald Trumps Zollpolitik hat den Preisauftrieb zwar bislang nicht wie befürchtet entfacht. Dennoch bleibt die Inflation über der Zielmarke. Die Kernjahresrate der persönlichen Konsumausgaben (PCE) notierte zuletzt mit rund 2,7 Prozent spürbar über den angestrebten 2 Prozent. Gleichzeitig scheint sich die US-Wirtschaft zu stabilisieren. Die Arbeitsmarktdaten deuten zwar auf eine gewisse Wachstumsverlangsamung hin, signalisieren aber doch eine ordentliche Robustheit.

Insofern erachten wir «Wait & See» weiterhin als angezeigt. Die nächste Zinssenkung um 25 Basispunkte erwarten wir nach wie vor für September.

Bereits etwas mehr Licht im Dunklen herrscht hinsichtlich des Kurses der **SNB**. Mit der Juni-Zinssenkung auf null Prozent haben die Schweizer Währungshüter den letzten Pfeil ihres konventionellen Arsenals verschossen. Nachdem SNB-Präsident Martin Schlegel noch im Frühjahr verhältnismässig offen mit einem erneut negativen Leitzins kokettierte, betont er nun sein Unbehagen gegenüber eines solchen. Angesichts der SNB-eigenen Teuerungsprognose, die von einer schrittweisen Rückannäherung an die Mitte des Inflationszielbandes ausgeht, ist diese Rhetorik als folgerichtig zu bewerten. Zwar bleibt die Frankenstärke zum Euro und insbesondere auch zum Dollar eine grosse Herausforderung. Wie wir aber stets betonten, kann sich die SNB auch mit negativem Leitzins nicht den Marktkräften entgegenstemmen und würde daher nur Kollateralschäden und kaum Wirkung im Ziel bewirken.

Vor einer weniger eindeutigen Ausgangslage steht derweil die **EZB**. Die schleppende Konjunktur in der Eurozone sowie die Stärke des Euro zum Dollar sprechen für eine erneute Zinssenkung an der nächsten Sitzung vom 24. Juli. Die allenfalls nur aufgeschobene und nicht aufgehobene Eskalation im Zollstreit mit den USA und eine Teuerungsrate nahe der Zielmarke von 2 Prozent lassen hingegen vorerst ein Abwarten als opportun erscheinen.

Da der nächste Stichtag im Zollkonflikt der 1. August ist, gehen wir nicht davon aus, dass die EZB kurz davor das Wagnis einer zu voreiligen Zinssenkung eingeht. Wir erwarten daher für Juli ein Pausieren und für September eine erneute Senkung um 25 Basispunkte.



Santosh Brivio
Senior Economist

US-Anleihen: Ja, aber…

Eine Abkehr vom amerikanischen Kapitalmarkt ist nicht angezeigt. Es ist aber Vorsicht geboten, da die Kursrisiken erhöht bleibt. Das gilt im gegenwärtigen Umfeld auch für die Papiere der Eurozone, nicht aber für jene der Schweiz.

Soll man oder nicht? Die Frage stellt sich Investoren, wenn es um ein Engagement in **US-Staatsanleihen** geht. Sie liegt begründet in der US-Zollpolitik, deren Auswirkungen auf die amerikanische Konjunktur und Inflation sowie in den Sorgen um die US-Staatsverschuldung, die spätestens seit Donald Trumps «One Big Beautiful Bill» drastisch zugenommen haben.

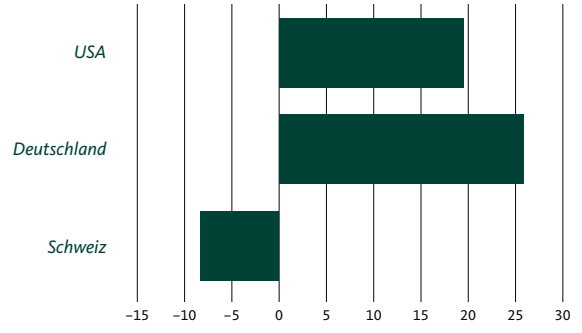
Unsere Meinung ist klar: «Ja, man soll.». Man soll weiterhin in den grössten und liquidisten Anleihemarkt investiert sein. Trotz des Kurses der US-Regierung erwarten wir für die USA vorerst keine Rezession, geschweige denn einen Zahlungsausfall. Die Inflationsbefürchtungen haben sich zudem bislang als überzogen erwiesen, und die Realzinsen bleiben attraktiv.

Dennoch ist Vorsicht angebracht. Der Kapitalmarkt ist angesichts der Trump-Politik alarmiert und reagiert nervös. Weitere präsidiale Angriffe auf die Fed-Unabhängigkeit, allenfalls enttäuschende Konjunkturdaten und/oder weitere Eskalationen im Zollkonflikt können über Nacht für neue Renditeschübe, bzw. Kursrutsche sorgen. Auch wenn wir für den weiteren Jahresverlauf von tendenziell leicht steigenden Kursen amerikanischer Staatsanleihen ausgehen, bleiben zumindest zwischenzeitliche Rückschlagrisiken damit erhöht.

Erhöht bleiben auch die Zinsen in der Eurozone. Zwar sind insbesondere die Anleihen solider Schuldner angesichts der Skepsis gegenüber den USA in der Anlegergunst gestiegen. Doch wirklich überzeugt von **Euro-Staatsanleihen** zeigt sich am Kapitalmarkt niemand. Zu sehr lasten die bekannten strukturellen Sorgen auf den Kursen entsprechender Papiere: Der Industriemotor springt weiterhin nicht richtig an – regulatorische Korsette, Unsicherheiten durch die Zollstreitigkeiten, hohe Energiepreise (Gas) und der starke Druck durch die chinesische Konkurrenz setzen dem Verarbeitenden Gewerbe zu. Hinzu kommt, dass auch in Europa die Verschuldungssorgen wieder stärker in den Fokus gerückt sind. Wie der astronomisch teure Ausbau der Verteidigungsfähigkeit genau finanziert werden soll, steht angesichts der vielerorts klammen Staatskassen in den Sternen. Diese Gemengelage schlägt sich entsprechend in den Risikoprämien nieder, weshalb wir vorerst weiterhin von einem erhöhten Renditeniveau ausgehen.

Umgekehrtes gilt für die **Schweizer Staatsanleihen**. Zwar sind die Renditen zehnjähriger Eidgenossen zuletzt leicht gestiegen. Die «Feuerpause» im Zollkonflikt sorgten für einen leicht geringeren Appetit auf sichere Schweizer Papiere. Wir gehen aber davon aus, dass sich die dunklen Wolken am tarifären Himmel noch weiter auftürmen können. Das Anlegerbedürfnis nach Sicherheit bleibt demnach hoch, weshalb die Schweizer Kapitalmarktzinsen in einer engen, leicht nach unten gerichteter Handelsspanne notieren dürften.

Flucht in den CHF drückt die Schweizer Zinsen
Jahresveränderung der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, in Bps.
Quellen: Bloomberg, Migros Bank





Santosh Brivio
Senior Economist

Unsere Währung, Euer Problem?

Die Schwäche des US-Dollars hält an und die Talfahrt dürfte weitergehen. Aufgrund der überwältigenden weltweiten Dominanz des Greenbacks wird dies immer mehr zum Problem ausserhalb des Dollarraums. Auch für die Schweiz.

Der Satz von John Conally ist legendär: «Der Dollar ist unsere Währung, aber er ist euer Problem.» Der damalige US-Finanzminister machte diese lakonische Bemerkung 1971 an der Krisensitzung der grössten Volkwirtschaften. Das globale Währungssystem war am Zusammenbrechen, nachdem die USA das «Bretton Woods»-Abkommen aufkündigte, welche den **Dollar** an eine Golddeckung band und für fixe Wechselkurse zum Greenback sorgte. Die Reaktion war dramatisch: Innert kurzer Zeit verlor der Dollar die Hälfte an Wert.

50 Jahre später wiederholt sich die Geschichte. Wie damals ächzen die USA unter hohen Leistungsbilanzdefiziten. Und wie damals setzt der Kurs der US-Regierung den Greenback unter Druck. Handelsgewicht hat er seit Jahresbeginn 8,5 Prozent verloren, gegenüber dem Franken sind es 12,4 Prozent.

Dies sind beträchtliche Taucher. Doch sie sind zu relativeren. Einerseits ist der Dollar immer noch hoch bewertet. Denn bei realer Betrachtung – also um die Teuerungsraten bereinigt – notiert er weiterhin deutlich über dem langfristigen Durchschnitt. Andererseits sah sich der Dollar in der Vergangenheit immer wieder mal mit Einbrüchen konfrontiert. Nach dem Plaza-Abkommen von 1985 schwächte er sich in den nächsten Jahren real um 35 Prozent ab.

Historisch und bewertungstechnisch würde eine Fortsetzung der Dollar-Abwärtsreise somit nicht überraschen. Und auch wir erwarten weiteren Druck auf dem Greenback. Zwar stimmen wir nicht in den Abgesang auf die USA ein. Gerade die jüngsten Daten zeigen, dass die US-Wirtschaft weiterhin bemerkenswert resilient ist und mit ihrer Innovationskraft mittelfristig auch Zöllen und hoher Staatsverschuldung trotzen kann. Kurzfristig jedoch dürfte der Dollar aufgrund der Haushalts- und Zollpolitik weiter Federn lassen.

Damit setzt auch der **Euro** seine Erstarkung zum Dollar vorerst fort. Für die europäische Unternehmen kommt dies ungelegen: Binnenwirtschaftlich nimmt die Erholung – wenn überhaupt – nur schleppend Fahrt auf, und zusätzlich verteuern sich die Exporte auf dem Weltmarkt durch Währungseffekte. Allein schon deswegen ist daher von weiteren Zinssenkungen der EZB auszugehen.

Das Problem des währungsbedingten Gegenwindes auf den Absatzmärkten kennt die Schweiz nur zu gut. Im anhaltend unsicheren Umfeld bleibt der **Franken** als sicherer Hafen gesucht. Handelsgewichtet hat sich die Heimwährung innerhalb eines Jahres bereits um 6 Prozent aufgewertet. Zum Dollar beläuft sich die Erstarkung im gleichen Zeitraum sogar schon auf über 13 Prozent. Das ist selbst unter Ausklammerung von US-Zöllen bereits schmerzhaft. Wertet der Dollar weiter ab, setzt sich auch die Verteuerung unsere Exporte in das wichtigste Einzelabnehmerland fort. Umso mehr muss nicht zuletzt auch die SNB den Fokus vom langjährigen Sorgenkind Euro lösen, der zwar immer noch schwach ist, aber doch immerhin in einem relativ engen Seitwärtskanal dahin dümpelt. Es gilt, das schwierige Rezept gegen eine allzu starke Aufwertung des Frankens gegen den Dollar zu finden. Denn wie für Europa gilt auch für die Schweiz: Der Dollar ist zwar die Währung der Amerikaner, er ist aber unser Problem.



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
14. Juli 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.