

MIGROS BANK

MAKRO-
ÜBERSICHT

MAI 2025

Zeit zum Verhandeln

Inhalt

03 **In Kürze**

Nur eine Verhandlungstaktik?

04 **Konjunktur**

Übergangsphase

05 **Geldpolitik**

Zwischen Stillhalten und Zugzwang

06 **Zinsen**

Zinserwartungen unter Null

07 **Währungen**

Zollpolitik bestimmt den Dollarkurs

Nur eine Verhandlungstaktik?

Die Saison der Verhandlungen hat angefangen. Zuerst das Vereinigte Königreich, um das Eis zu brechen. Dann China, ein Land, das den amerikanischen Fehdehandschuh aufgenommen hat und als Reaktion immer höhere Zölle verhängte, was zu einer Eskalation führte. Zwischendurch hatte auch die Schweiz Gelegenheit, mit hochrangigen Vertretern der US-Regierung ins Gespräch zu kommen.

So entsteht der Verdacht, dass die ganze Sache rund um den Liberation Day eine Verhandlungstaktik war, die die Gegenpartei unter starken Druck setzte, um sie zum Nachgeben zu zwingen. Dies kann man den Worten des US-Finanzministers Scott Bessent entnehmen, der nach der Ankündigung der vorübergehenden Senkung der Zölle mit China sagte, das Ziel sei niemals eine Unterbrechung des Handels gewesen – was bei Zöllen von 145% unvermeidlich ist –, sondern ein ausgeglichenerer Handel, ein Ziel, das besser erreicht werden kann.

Jedoch ist diese Taktik nicht ohne Nebenwirkungen. Die Erschütterungen an den Finanzmärkten hinterlassen Spuren: Zwar ist die Volatilität an den Aktienmärkten auf ein tieferes Niveau gesunken und die europäischen Börsen konnten die Verluste von Anfang April wettmachen, aber die Kapital- und Devisenmärkte bleiben wachsam.

Die nächsten Wochen werden uns zeigen, in welche Richtung sich der Zollstreit entwickeln wird. Angesichts des Widerstands der Märkte und wichtiger Persönlichkeiten der amerikanischen Wirtschaft scheint es wenig wahrscheinlich, dass Trump seinen harten Ansatz am Ende der 90-tägigen Zollpause beibehalten wird.

In Erwartung, mehr davon zu erfahren, wünsche ich Ihnen eine gute Lektüre



Valentino Guggia
Economist

Konjunktur

Trotz Sistierung bleiben die US-Zölle ein Eintrübungsfaktor für die Konjunkturperspektiven. In der Schweiz lässt der Preisauftrieb immer mehr nach.

Zinsen

Der US-Anleihemarkt beobachtet und warnt vor der Politik der US-Regierung. In der Schweiz werden wieder negative Zinsen eingepreist.

Geldpolitik

Die Fed nimmt keine präventive Zinssenkung vor und wartet auf Daten, die die Auswirkungen der Zölle zeigen. In der Schweiz steigt der selbst auferlegte Handlungsdruck auf die SNB.

Währungen

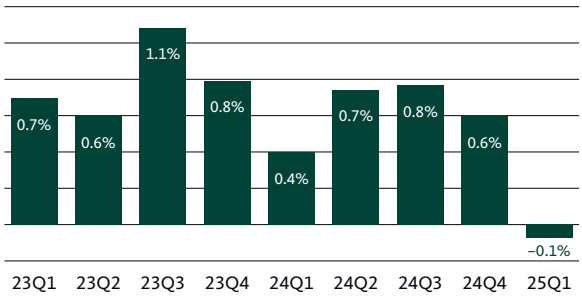
Die Zölle haben die Abschwächung des Dollars verstärkt. Der Schweizer Franken ist als Krisenwährung gesucht und tendiert daher zur Stärke.

Übergangsphase

Trotz der ersten Ankündigungen von erfolgreichen Zollverhandlungen bleibt die Unsicherheit über die Entwicklung und die Auswirkungen der US-Zollpolitik erhöht und belastet den konjunkturellen Ausblick.

Die Strafzölle waren noch nicht in Kraft getreten und machten sich bereits bemerkbar. Das geht aus den Daten zum **US-amerikanischen** Wirtschaftswachstum hervor. Im ersten Quartal 2025 kam es zu einer abrupten Notbremse, was das BIP-Wachstum angeht. Nach vielen Quartalen mit anhaltendem Wachstum wurde zum Jahresauftakt ein kleiner Rückgang von 0,1 Prozent gegenüber dem Vorquartal verzeichnet. Die Wachstumsverlangsamung ist zum grossen Teil auf die starke Zunahme der Warenimporte zurückzuführen, die negativ in die BIP-Rechnung einfliessen. Aufgrund der damaligen Ungewissheit über die Zollpläne Trumps haben viele Unternehmen präventiv gehandelt, indem sie ihre Lagerhäuser füllten. Im Einklang damit stieg das Handelsdefizit im vergangenen März auf einen Rekordwert von 140 Mrd. USD.

Vollbremsung!
Veränderung des realen BIPs gegenüber dem Vorquartal
Quellen: Bureau of Economic Analysis, Migros Bank



So bremsen Einmaleffekte das Wirtschaftswachstum und es ist noch zu früh, eine Rezession auszurufen. Zwar hat sich das konjunkturelle Bild eingetrübt, aber die Daten zum privaten Konsum und zum Arbeitsmarkt deuten grundsätzlich auf keinen bevorstehenden Einbruch hin. Ein anderes Bild zeigen die aus Umfragen stammenden Soft Daten: Seit April sind die Geschäfts- und Investitionspläne sowie die Verbraucherstimmung eingebrochen, während die Inflationserwartungen angestiegen sind. Ähnlich wie die Fed berücksichtigen wir diese Daten, die vielfach nur eine Momentaufnahme darstellen, aber wir verlassen uns auf die harten, faktenbasierten Daten für unsere Entscheidungen. Wir halten an der Einschätzung fest, dass die US-Wirtschaft nicht in eine Rezession rutschen wird.

Nach Grossbritannien und China sollten die EU und die Schweiz an der Reihe sein, mit den USA zu verhandeln. Sowohl hierzulande als auch in der EU ist dank des Exportanstiegs mit einem positiven Anfangsquartal 2025 und einem verhaltenen Wirtschaftswachstum zu rechnen. In der **Eurozone** braucht es Zeit, bevor die angekündigten Investitionspakete der EU und Deutschlands allmählich umgesetzt werden und ihre Wirkung auf das Wirtschaftswachstum entfalten.

Da eine kleine offene Volkswirtschaft wie die **Schweiz** auf den Aussenhandel angewiesen ist, fehlen zurzeit die Rahmenbedingungen, um ein signifikantes Wirtschaftswachstum zu verzeichnen. Die schwache Auslandnachfrage – bis auf die US-Importteile – wird durch den starken Franken zusätzlich belastet. Es ist genau die Stärke der Schweizer Währung zusammen mit dem eingebrochenen Erdölpreis, die einen entscheidenden Beitrag zum weiteren Rückgang der Inflation im April auf 0 Prozent beigetragen hat. Im aktuellen Konjunkturzyklus scheint es keine Faktoren zu geben, die den disinflationären Trend umkehren könnten.



Valentino Guggia
Economist

Zwischen Stillhalten und Zugzwang

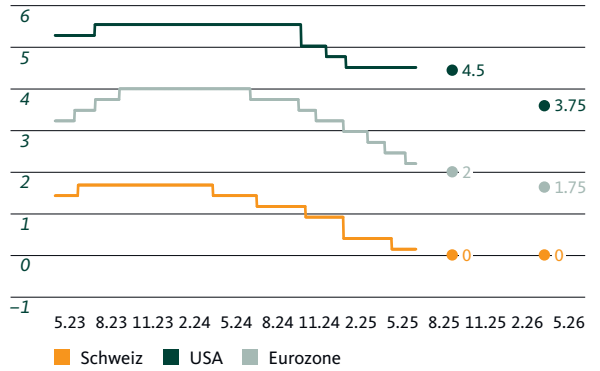
Zurzeit ist die Lage bei den wichtigsten Zentralbanken heterogen: Während sich die Fed Zeit nimmt und auf weitere Daten wartet, steigt der selbst auferlegte Handlungsdruck auf die SNB aufgrund der Preisentwicklung.

Die **Fed** liess sich nicht von den drängenden Forderungen nach tieferen Zinsen von Trump unter Druck setzen und beschloss im Mai, den Leitzins unverändert in der Spanne von 4,25 bis 4,50 Prozent zu lassen. Zu zahllos waren die bereits verfügbar harten Wirtschaftsdaten, um eine Wiederaufnahme des Zinssenkungszyklus zu bestimmen. So unterstreicht die Notenbank ihre Unabhängigkeit und warnte vor dem angestiegenen Risiko einer Stagflation in den USA. Die Zollpolitik, abhängig davon, wie und mit welchen Zollsätzen sie tatsächlich umgesetzt wird, kann zu breiten Preissteigerungen und einer konjunkturellen Abkühlung führen. Aufgrund ihres dualen Mandats – Gewährleistung der 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 erfordert. Wir erachten das Senkungspotenzial für die nächsten zwölf Monaten als begrenzt.

In Europa hingegen geht die **EZB** zügig mit den Zinssenkungen voran. Vom amerikanischen Dilemma keine Spur: Die EZB hält die Risiken einer Wiederaufnahme der abgeschwächten Inflation dank sinkenden Erdölpreisen und einem stärkeren Euro für gering und fördert die Konjunkturbelebung. Nach sechs Zinssenkungen in Folge gehen wir nun davon aus, dass die EZB den Fuss vom Gas nehmen wird, 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.

Die **SNB** ist noch nicht fertig, da die Inflationsrisiken nach unten gerichtet sind. In April kam die Teuerung aufgrund des wechselkursbedingten Rückgangs der Importpreise zum Stillstand. Weitere Faktoren wie beispielsweise die gesunkenen Energiepreise und die Senkung des Referenzzinssatzes für die Mieten sorgen für einen nachlassenden Preisauftrieb auch im Inland. Angesichts der notorischen Unnachgiebigkeit der SNB in Sachen Preisstabilität rechnen wir mit einer weiteren Zinssenkung um 25 Basispunkte auf 0 Prozent im Juni. Ob sie den Franken effektiv und nachhaltig schwächen wird, ist schwer zu sagen, weil seine Stärke auf Gründe zurückzuführen ist, die sich der Kontrolle der SNB entziehen. Die Wahrscheinlichkeit einer Rückkehr der Negativzinsen hat zugenommen, gehört aber noch nicht zu unserem Basisszenario.

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





Valentino Guggia
Economist

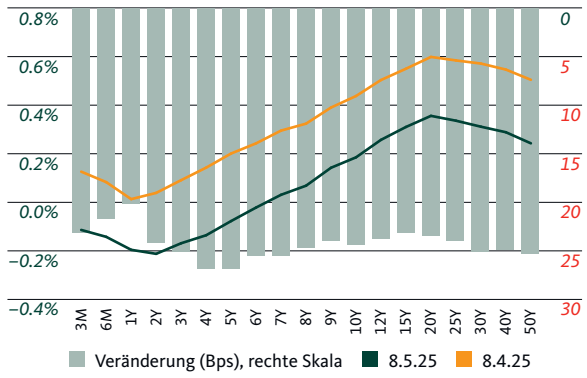
Zinserwartungen unter Null

In der Schweiz sinkt das kurzfristige Zinsniveau deutlich, während der US-Kapitalmarkt weiterhin als Wachhund für die umstrittene Politik Trumps fungiert. So bleibt das Zinsniveau erhöht.

Jetzt geht das schon wieder los! Zumindest, wenn man die Markterwartungen für den Leitzins in der **Schweiz** anschaut. Innerhalb eines Monats verschob sich die schweizerische Zinskurve parallel um knapp 25 Basispunkte nach unten. Eine angestiegene Risikoaversion der Anlegerinnen und Anleger zieht Kapital auf den Schweizer Kapitalmarkt an und drückt die Renditen nach unten. Seit einigen Wochen nehmen die Marktteilnehmenden eine baldige Rückkehr der Negativzinsen vorweg. Der abermalige Franken-Aufwertungsschub vom April sowie eine Teuerung auf 0 Prozent werden die SNB höchstwahrscheinlich dazu veranlassen, den Leitzins auf 0 Prozent bei der nächsten Sitzung im Juni zu senken. Ein weiterer Schritt unter Null muss gut durchdacht sein, da er erhebliche Auswirkungen auf die Kapitalmärkte mit unsicheren Folgen für die Abschwächung des Frankens hat.

Negativzinsen sind am Markt kein Tabu mehr
Zinskurve der Schweizer Staatsanleihen

Quellen: Bloomberg, Migros Bank



In **Europa** ist der Zollschock vorübergehend vorbei und die Renditen gingen leicht zurück im Vergleich zu den Werten unmittelbar nach dem Liberation Day. Trotz zahlreicher Leitzinssenkungen liegt die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen Deutschlands auf dem gleichen Niveau wie vor zwölf Monaten.

Dies zeigt, wie die Marktteilnehmenden eine steigende Risikoprämie erfordern aufgrund der schuldenbasierten Investitionspakete in Deutschland und in der Europäischen Union, welche die Vorgaben zur Haushaltsdisziplin abschwächen.

Jenseits des Atlantiks bleibt die Anspannung am Kapitalmarkt hoch. Nach einem anfänglichen Rückgang am Liberation Day legte die Rendite der 10-jährigen **US-Treasuries** markant zu und verharrt seitdem auf 4,3 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. Nicht zuletzt ist ein erheblicher Teil der US-Staatsanleihen in den Händen ausländischer Investoren, die bei Zollverhandlungen mit massiven Verkäufen und somit steigenden Zinsen drohen könnten. Aus diesen Gründen sind wir der Meinung, dass das US-Zinsniveau anhaltend auf hohem Niveau bleiben wird.



Valentino Guggia
Economist

Zollpolitik bestimmt den Dollarkurs

Die vorübergehende Aussetzung der Strafzölle hat dem US-Dollar nicht geholfen, das verlorene Vertrauen komplett zurückzugewinnen. In diesem hoch unsicheren Umfeld bleibt der Franken gesucht.

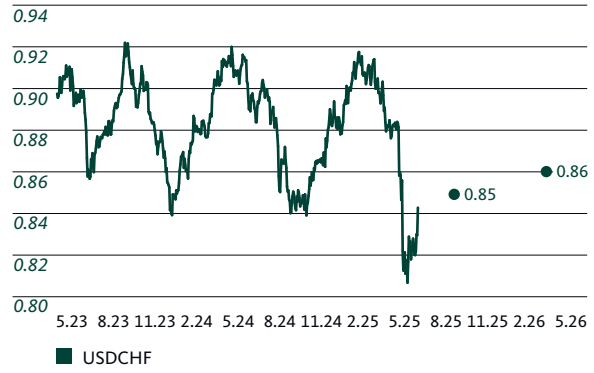
Der Franken profitiert von seiner Eigenschaft als sicherer Hafen und wertete sich deutlich gegenüber dem **US-Dollar** infolge der Verschärfung des Zollskonflikts auf. Zuletzt konnte die Aussicht auf ein Zollabkommen mit China und anderen wichtigen Handelspartnern den Druck auf den Dollar etwas verringern. Allerdings ist das Vertrauen aufgrund der Unvorhersehbarkeit angeschlagen, was für keine deutliche Abwärtsbewegung spricht.

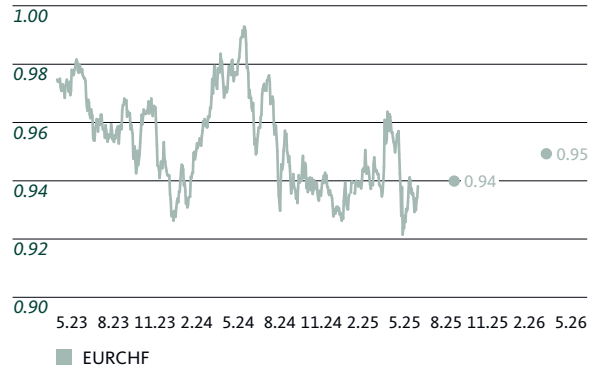
Die derzeitige Kursentwicklung gegenüber dem **Euro** ist eher durch die individuelle Aufwertung beider Währungen gegenüber dem Dollar bedingt. Die Aufwärtsbewegung der Gemeinschaftswährung fiel geringer aus als beim Franken, was die neuerliche Aufwertung der Schweizer Landeswährung gegenüber dem Euro begünstigt. Da die SNB sich gegen eine weitere Franken-Aufwertung wehren wird, gehen wir von einer Seitwärtsbewegung aus.

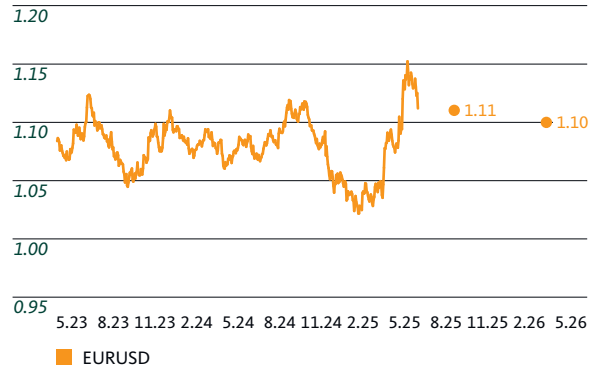
Der Vertrauensverlust prägt die Entwicklung des Wechselpaars **EUR/USD** in der kurzen Frist. Das Schreckgespenst einer Stagflation in den USA, während die europäische Wirtschaft dank eines milliardenschweren Finanzpakets zögerlich Fahrt aufnimmt, setzt den Dollar unter Druck. Allerdings scheint wohl etwas zu viel Pessimismus eingepreist zu sein.

Entwicklung und Prognosen Migros Bank

Quellen: Bloomberg, Migros Bank









Valentino Guggia
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
13. Mai 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.