MIGROS BANK



MAKRO-
ÜBERSICHT

AUGUST 2025

Strategisches Kalkül oder erratische Willkür?

Inhalt

03 **In Kürze**

Leben mit Trump

04 **Konjunktur**

Immerhin noch halbvoll

05 **Geldpolitik**

Sommerliche Reflexionspause

06 **Zinsen**

Sinkende Rendite in der Schweiz

07 **Währungen**

Auch Trump steht vor Zielkonflikten

Leben mit Trump

Zollschock statt Feierlaune: Den diesjährigen Nationalfeiertag wird die Eidgenossenschaft nicht so schnell vergessen, und die Ungläubigkeit über den 39-prozentigen Zollsatz – mit Abstand einen der höchsten – hallt immer noch nach.

In der Tat mutet aus Schweizer Perspektive die präsidiale Entscheidungsgrundlage unverständlich an. «Milchbüchlein-Rechnung» scheint noch eine schmeichelhafte Umschreibung zu sein.

Doch ist das Vorgehen gegen unser Land in Trumps Weltbild wirklich so inkonsequent? Passt es nicht zum Ziel der (Rück-) Ansiedlung von Industrie in den USA? Bedenkt man, dass Big Pharma den US-Markt nur noch mit Vor-Ort-Produktion zu bedienen gedenkt, liegt die unliebsame Bejahung zumindest nahe.

Mehr noch: War die Schweiz mit ihrer ökonomischen Strahlkraft bei gleichzeitig mässigem internationalen politischen Gewicht für Trump nicht das ideale Opfer, um ein Exempel zu statuieren? Die Frage muss zumindest erlaubt sein. Ebenso fraglich ist, ob der Last-Minute-Deal zwischen der EU und den USA tatsächlich der grosse Befreiungsschlag sein wird. Denn die Abnahme von US-Energieprodukten kann die Union im vereinbarten Umfang gar nicht erfüllen, womit die Vertragsbrüchigkeit vorprogrammiert ist. Schwer vorstellbar, dass Trump eine solche hinnimmt, ohne erneut schweres Zollgeschütz aufzufahren.

Bei solchen Überlegungen geht es immer darum, ob Trumps Handeln auf Kalkül oder auf Willkür gründet. Doch dies ist letztlich unerheblich. Denn Tatsache ist, dass die Zölle da sind. Tatsache ist auch, dass über der Schweizer Pharma-Industrie ein Damoklesschwert in Form von US-Zöllen von 200 (oder mehr) Prozent hängt. Dieses zu ignorieren wäre spätestens seit dem 1. August töricht.

Wie man es auch dreht und wendet: Die Welt und die Schweiz müssen bis 2029 mit Donald Trump als US-Präsidenten leben. Sie müssen sich mit seinem Kalkül und seiner Willkür arrangieren.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen kein willkürliches, sondern ein bewusstes Lesevergnügen.



Santosh Brivio
Senior Economist

Konjunktur

In den USA setzt auf hohem Niveau eine Wachstumsverlangsamung ein, während die Zölle die Dynamik in der Schweiz dämpfen. Europa findet nicht aus dem konjunkturellen Kriechgang.

Zinsen

Der US-Zollhammer ändert nichts an der Begehrtheit von Schweizer Anlagen. Entsprechend tief bleiben die Eidgenossen-Renditen. In Europa und insbesondere in den USA verharren die Zinsen auf erhöhtem Niveau.

Geldpolitik

Die Fed ist weiterhin im «Wait & See»-Modus. Für die EZB stehen zunehmend Konjunkursorgen im Fokus, während die SNB ihre konventionellen Möglichkeiten ausgeschöpft hat.

Währungen

Der US-Dollar hat die Talsohle durchschnitten, besitzt aber nur limitiertes Aufwärtspotential. Der Euro neigt weiterhin zur Schwäche, und der Franken bleibt stark.

Immerhin noch halbvoll

Die US-Wirtschaft lässt sich durch Trumps Zollpolitik bislang nicht merklich beirren. Für die Schweiz bremsen die US-Zölle zwar das Wachstum, bergen aber noch keine Rezessionsgefahr. In Europa verstärken sie die Erholungsschwierigkeiten.

Mit seiner Zollpolitik stösst Donald Trump rund um den Globus so ziemlich alle vor den Kopf. Zumindest die heimische Wirtschaft bringt er damit aber noch nicht wesentlich aus dem Tritt. So zeigt sich die Konjunktur in den **USA** weiterhin robust, allerdings mit zunehmender Unsicherheit und einsetzender Dynamikabschwächung. Dennoch erwarten wir für das laufende Quartal ein Wachstum von rund 2,6 Prozent (annualisiert). Die USA bleiben damit vorderhand die führende Volkswirtschaft.

Für das Gesamtjahr 2025 wird die US-Konjunktur durch sogenannte «Front-Loading»-Effekte im ersten Semester gestützt: Unternehmen und Haushalte tätigten vermehrt Käufe im Voraus, um bevorstehende Zollanhebungen zu umgehen. Diese Unterstützung fällt im zweiten Halbjahr weg, die Normalisierung am lange überhitzten Arbeitsmarkt dürfte sich fortsetzen und die Inflation aufgrund der Zölle leicht steigen. Damit sehen wir uns in unserer bisherigen Einschätzung bestätigt, dass das amerikanische Wachstum zwar an Fahrt verlieren aber nicht zum Erliegen kommen wird. Eine Rezession halten wir nach wie vor für nicht angezeigt.

Ebenfalls keine Rezession erwarten wir für die **Schweiz**. Zwar belastet der aktuell gültige US-Zoll von 39 Prozent die Schweizer Exportwirtschaft erheblich. Insbesondere Klein- und Mittelunternehmen mit einem starken US-Exposure werden mit den neuen Zöllen zu kämpfen haben. Im Gegensatz zu Grosskonzernen können sie die Produktionstätigkeit kaum geografisch verlagern. Dennoch betrachten wir das Glas gegenwärtig noch als halbvoll, und nicht als halbleer. Denn die Schweizer Firmen sind sich an Widrigkeiten im internationalen Umfeld gewohnt und stellten in der Vergangenheit schon oft ihre Anpassungsfähigkeit unter Beweis. Von generellen Handelshemmnissen, über Lieferkettenstörungen bis hin zur sattsam bekannten Frankenstärke – dank hoher Qualität, stetiger Effizienzoptimierung und nicht zuletzt auch der hervorragenden Reputation, vermochten die hiesigen Unternehmen so mancher Krise zu trotzen. Wir sind überzeugt, dass die nötigen Anpassungen auch vor dem Hintergrund der US-Zölle gelingen werden. Auch wenn diese schmerzhaft sind – solange es zu keinen hohen US-Zöllen gegen die essenziell wichtige Pharma-Industrie kommt, bleibt die Schweiz auf einem den Umständen entsprechend soliden Wachstumspfad.

Demgegenüber bekundet die **Eurozone** anhaltend Mühe, auf einen nachhaltigen Wachstumskurs zurückzufinden. Die geopolitischen Unsicherheiten und insbesondere die US-Zölle in der Höhe von 15 Prozent erschweren dieses Unterfangen zusätzlich. Zumal das Handelsabkommen unserer Meinung nach einen äusserst brüchigen Frieden markiert. Sollten die Europäer ihren vereinbarten Leistungen gegenüber den USA nicht nachkommen wollen oder können (was sich insbesondere bei Abnahme von amerikanischen Energieprodukten abzeichnet), stehen schnell wieder höhere US-Strafzölle im Raum. Zusammen mit der anhaltend überbordender Regulierung, der in wichtigen Mitgliedstaaten mangelnden Reformbereitschaft und -fähigkeit sowie den zunehmenden Verschuldungssorgen bremst dies die Erholung weiterhin aus und sorgt für ein Andauern des konjunkturellen Kriechgangs.



Santosh Brivio
Senior Economist

Sommerliche Reflexionspause

Im August finden keine Zentralbanksitzungen statt. Dennoch geht die Arbeit den Währungshütern im Hinblick auf den Herbst nicht aus. Trotz des US-Zollhammers bleiben die Negativzinsen in der Schweiz wenig wahrscheinlich.

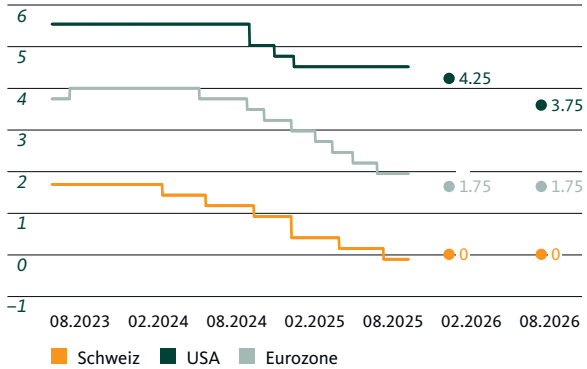
Die Meinungsdivergenz innerhalb des **Fed**-Offenmarktausschusses (FOMC) nimmt weiter zu. Trotz der immer dringlicheren Forderungen des US-Präsidenten, den Leitzins deutlich zu senken, beschloss das FOMC an der Juli-Sitzung, die Geldpolitik nicht zu lockern.

Der Entscheid war nicht einstimmig: Zum ersten Mal seit 1993 gab es mehr als eine Gegenstimme. Zu den beiden von Trump nominierten Gouverneuren Michelle Bowman und Christopher Waller wird noch mit grosser Wahrscheinlichkeit eine dritte *«dovishe»* Stimme hinzukommen: Der durch den Rücktritt von Adriana Kugler frei gewordene Sitz dürfte durch den Trump-Vertrauten Stephen Miran besetzt werden.

Wir bleiben der Meinung, dass die Zinspause der Fed bis Ende Oktober andauern wird. Bis dahin erhofft sich die Fed mehr Klarheit hinsichtlich der Auswirkungen der US-Zollpolitik auf die wieder ansteigende Inflation und die Beschäftigung. Die Normalisierung am Arbeitsmarkt nach einer langen Überhitzungsphase könnte die Fed vor eine anspruchsvolle Gleichgewichtungsübung zwischen ihren Zielen setzen.

Keine Negativzinsen in der Schweiz
Unsere Leitzinsprognosen, in %

Quellen: Bloomberg, Migros Bank



Bei der Schweizerischen Nationalbank (**SNB**) ist der konventionelle Handlungsspielraum mit der Zinssenkung von Juni auf 0 Prozent bereits ausgeschöpft. Zuletzt stieg die Inflationsrate wieder über 0 Prozent im Einklang mit der SNB-eigenen Teuerungsprognose. Die Einführung der US-Strafzölle auf schweizerischen Ausfuhren wird das Wirtschaftswachstum belasten und die exportorientierte Industrie, insbesondere viele KMUs, zusätzlich unter Druck setzen. Falls ein Handelsabkommen nicht in der kurzen Frist abgeschlossen werden kann, wäre es denkbar, dass die SNB versuchen wird, die Frankenstärke zu mildern.

Die zur Verfügung stehenden Mittel 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 Einsatz zu politischen Risiken führen könnte.

In der Eurozone verlagert sich der **EZB**-Fokus von der nach langem Kampf unter Kontrolle befindlichen Inflation auf die schleppende Konjunktur. Trotz der Einigung mit den USA ist der Zollsatz so hoch, dass er das Wirtschaftswachstum belastet. Da hilft auch die zuletzt teilweise wettgemachte Aufwertung des Euros gegenüber dem US-Dollar der Exportindustrie nicht. Aus diesen Gründen gehen wir von einer weiteren Zinssenkung in den nächsten drei Monaten aus.



Valentino Guggia
Economist

Sinkende Renditen in der Schweiz

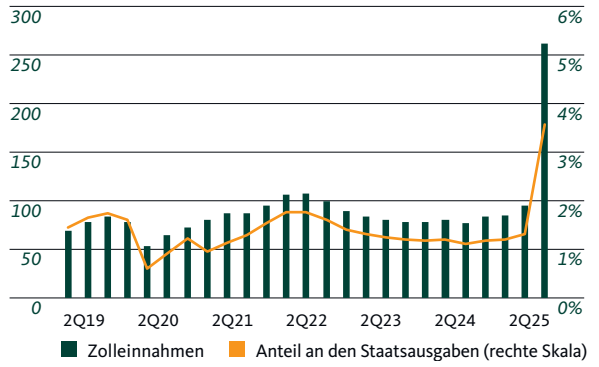
Auf das Inkrafttreten der Strafzölle reagierten die Zinsen in Europa unterschiedlich. Während die Renditen der Staatsanleihen der Eurozone kaum anstiegen, sackten diejenigen der Schweiz ab.

Trotz der der Einführung massiver US-Zölle auf Schweizer Exporte kam es bei der Zinsstrukturkurve der **Schweizer Staatsanleihen** praktisch über alle Laufzeiten hinweg zu einer Verschiebung nach unten. Das Vertrauen in die Schweiz als sicherer Anlagehafen bleibt dank der politischen und wirtschaftlichen Stabilität nach wie vor bestehen. In den nächsten Monaten dürften die Schweizer Kapitalmarktzinsen in einer engen, seitwärts gerichteten Handelsspanne notieren.

Weniger Vertrauen geniessen hingegen die Papiere der Eurozone, in welcher die Zinsen sich von der Entwicklung des Leitzinsniveaus entkoppelt haben und erhöht bleiben. Zu sehr lasten die bekannten strukturellen Sorgen auf den Kursen der **Euro-Staatsanleihen**: Der Industriemotor springt weiterhin nicht richtig an und die US-Zölle sorgen für Sand im Getriebe. Hinzu kommt, dass auch in Europa die Verschuldungssorgen aufgrund der Finanzierung des teuren Ausbaus der Verteidigungsfähigkeit bei vielerorts klammen Staatskassen wieder stärker in den Fokus gerückt sind. Diese Gemengelage schlägt sich entsprechend in den Risikoprämien nieder, weshalb wir vorerst weiterhin von einem erhöhten Renditeniveau ausgehen.

Aufgrund der aktuellen Lage stellen sich Investoren häufig die Frage, was bezüglich eines Engagements in **US-Staatsanleihen** zu tun sei. 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. Dieses Gesetzespaket verschärft die Lage mit einer deutlichen Ausweitung des Haushaltsdefizits über mehrere Jahre hinaus, das auch ein markanter Anstieg der Zolleinnahmen in keiner Weise kompensieren kann.

Steigende Zolleinnahmen reichen nicht zum Defizitabbau
Zolleinnahmen in Milliarden USD und deren Anteil an den gesamten Staatsausgaben
Quellen: US Treasury, Migros Bank



Unsere Meinung bleibt klar: Man soll weiterhin in den grössten und liquidesten Anleihemarkt investiert sein. Trotz des Kurses der US-Regierung erwarten wir für die USA vorerst keine Rezession, geschweige denn einen Zahlungsausfall und die reale Rendite bleibt 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 sinkenden Kursen amerikanischer Staatsanleihen ausgehen, bleiben zumindest zwischenzeitliche Rückschlagrisiken damit erhöht.



Valentino Guggia
Economist

Auch Trump steht vor Zielkonflikten

Der US-Dollar hat die Talsohle durchschritten. Dennoch bleibt sein Erholungspotential aufgrund der amerikanischen Zoll- und Verschuldungspolitik limitiert. Ein «Safe Haven» bleibt hingegen der Franken, während der Euro weiter schwächelt.

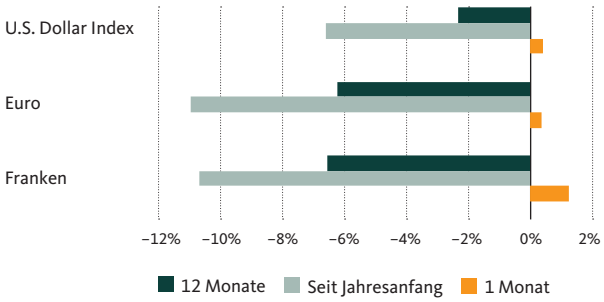
Steckt hinter Donald Trumps Zollpolitik strategisches Kalkül oder doch viel mehr erratische Willkür? Während der US-Präsident selbst diese Frage zweifelsohne mit ersterem beantworten würde, neigt die restliche Welt grossmehrheitlich zur zweiten Antwortmöglichkeit.

Doch selbst wenn die Zölle Ausbund einer brillant durchdachten Strategie wären, ist auch Donald Trump nicht vor Zielkonflikten gefeit. Ein solcher manifestiert sich im Aussenwert des US-Dollars. So strebt der amerikanische Präsident bekanntlich einen möglichst niedrigen Kurs des Greenbacks an. Denn ein schwacher **Dollar** vergünstigt einerseits die Neuverschuldung, da sich die USA aufgrund des Leitwährungs-Charakters des Dollars in ihrer eigenen Währung refinanzieren können. Andererseits verbilligt er die amerikanischen Exportprodukte auf dem Weltmarkt und verschafft diesen damit einen Wettbewerbsvorteil.

Je mehr Trumps Zoll- und Handelspolitik jedoch der US-Konjunktur Rückenwind verleiht, desto stärker notiert der Dollar, was ja eben nicht im Sinne des Republikaners ist. Das ist insofern eine paradoxe und ironische Situation, als der Devisenmarkt entgegen der generellen Meinung zumindest kurzfristig das Strafzollregime nicht als nachteilig für die US-Wirtschaft anzusehen scheint. Anders lässt es sich kaum erklären, dass der Greenback die Talsohle durchschritten hat und seit einem Monat eine leichte Aufwärtstendenz zeigt.

Wir gehen zwar nicht davon aus, dass die Zölle mittel- und langfristig der amerikanischen Wirtschaft zum Vorteil gereichen. Dennoch sind wir weiterhin überzeugt, dass Trumps Zollpolitik nicht zu einer Vollbremsung der US-Konjunktur führt, und dass die entsprechenden Befürchtungen sich als überzogen erweisen. Wir erwarten daher, dass der Greenback sowohl zum Franken als auch Euro vorerst weiter Boden gutmachen wird. Das Aufwärtspotenzial ist jedoch limitiert, da sich das US-Wirtschaftswachstum deutlich verlangsamen wird und die amerikanische Haushaltsverschuldung zu immer grösserer Unsicherheit führt.

Der Dollar mit schwachen Lebenszeichen
Veränderung — Quelle: Bundesamt für Statistik



Der Druck auf den Dollar hält somit insgesamt an. Dies gilt auch für den **Euro**. Die Ausweichbewegungen der Investoren in die Gemeinschaftswährung dürften zum Erliegen kommen und die strukturellen und konjunkturellen Schwierigkeiten wieder vermehrt in den Fokus der Investoren geraten. Aus diesem Grund besteht für den Euro wenig Erholungspotenzial zum **Schweizer Franken**. Der enge Seitwärtskanal des Währungspaars setzt sich weiter fort.

Mit anderen Worten bleibt der Franken trotz der massiven US-Zölle auf Schweizer Exportgüter weiterhin ein gesuchter 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
12. August 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.