BANCA MIGROS



PANORAMICA MACRO-ECONOMICA

LUGLIO 2025

L’elefante nella stanza

Indice

03 **In sintesi**

Gli elefanti in pista

04 **Congiuntura**

Al tappeto ma non (ancora?) k.o.

05 **Politica monetaria**

La grande attesa

06 **Tassi d'interesse**

Obbligazioni USA: sì, ma...

07 **Valute**

La nostra valuta, il vostro problema?

In sintesi

Gli elefanti in pista

Il 9 luglio si è conclusa la pausa tariffaria di 90 giorni concessa da Donald Trump sull'imposizione dei dazi reciproci.

Per l'Europa la trepida attesa si è conclusa con un brutto colpo di scena. Il presidente degli Stati Uniti ha annunciato che dal 1° agosto saranno applicati nuovi dazi del 30% sulle esportazioni europee verso gli Stati Uniti. Anche se la Commissione europea intende proseguire i negoziati fino ad allora, in queste circostanze il raggiungimento di un accordo commerciale che eviti l'introduzione dei dazi appare molto lontano.

I segnali indicano piuttosto un'escalation. Rappresentanti di spicco dei Paesi europei chiedono a gran voce l'imposizione di dazi di ritorsione.

Non è ancora del tutto chiaro se si inneschi un tale circolo vizioso delle tariffe doganali, dannoso per tutte le parti coinvolte. Considerata la linea tira e molla del presidente, un'ulteriore proroga dei termini non sorprenderebbe del tutto. Ma sarebbe da sciocchi farvi troppo affidamento. Si sono tuttavia notevolmente ridotte le speranze di una risoluzione diplomatica commerciale della controversia doganale.

Sia che si giunga a un accordo all'ultimo momento tra l'Unione europea e gli Stati Uniti sia che alla fine del mese vengano effettivamente innalzate ulteriormente le barriere doganali, resta il fatto che l'arena è pronta per il prossimo round degli elefanti in pista: Trump e la sua politica doganale rimangono l'elefante nella stanza, che può davvero calpestare l'economia globale.

Ma anche senza un'escalation nella disputa doganale, la situazione macroeconomica rimane interessante. Ci si chiede quanto gravemente l'economia statunitense risenta della politica dei dazi e del debito, se la BCE procederà presto a un nuovo taglio dei tassi d'interesse o quando si concluderà finalmente la forza del franco. Per rispondere a queste e ad altre domande non occorre un elefante, ma solo la presente panoramica macro-economica.

Con queste premesse, vi auguro una lettura appassionante e delle vacanze elefantasticamente rilassanti.



Santosh Brivio
Senior Economist

Congiuntura

Mentre l'economia statunitense sta dimostrando resilienza, l'economia europea non riesce a ripartire. Di conseguenza, anche alla Svizzera continuano a mancare impulsi importanti.

Tassi d'interesse

Alla luce delle persistenti incertezze, i rendimenti obbligazionari rimangono elevati sia negli Stati Uniti che in Europa. Per lo stesso motivo, in Svizzera continuano a subire pressioni.

Politica monetaria

La Fed prosegue la sua marcia, mentre la BCE fa solo una breve pausa per riprendere fiato. La BNS, a sua volta, per il momento non avrà problemi con un tasso di riferimento pari allo 0%.

Valute

La debolezza del dollaro dovrebbe protrarsi nei prossimi mesi. Questa sta diventando sempre più un problema per altre economie. Anche per la Svizzera.

Al tappeto ma non (ancora?) k.o.

Politica doganale erratica, perdita di fiducia internazionale o economia basata su un debito esorbitante: nonostante queste avversità, l'economia statunitense sta dimostrando una notevole resilienza. Al contrario della zona euro.

È difficile fare il punto della situazione dell'**economia statunitense**. Senza dubbio, l'eco della flessione congiunturale del primo trimestre è motivo di scetticismo. La prima contrazione economica dopo 12 trimestri di crescita crea incertezza: l'inflazione che rimane al di sopra dell'obiettivo della Fed, la creazione di posti di lavoro modesta al di fuori del settore pubblico, il debito galoppante... sono tutti segnali di una spirale discendente?

No, perché c'è anche un altro punto di vista. Non si intravede infatti alcuna erosione nei consumi privati. E in questo senso svolge un ruolo determinante il livello di disoccupazione tuttora basso. Inoltre, il calo dell'inflazione erode molto meno il potere d'acquisto rispetto agli anni precedenti. Infine, anche l'importante settore bancario si dimostra solido e la concessione di crediti è più prudente, ma intatta. Per questi motivi, prevediamo che le imprese statunitensi, grazie alla loro forza innovativa e alla mentalità americana del «si può fare», riusciranno a superare le difficoltà economiche causate dalla politica. Anche se non sarà più possibile raggiungere la stessa dinamica di crescita degli ultimi anni, dovrebbe essere possibile evitare una recessione.

Visto da una prospettiva europea, questo rallentamento non è altro che un lamento ad alto livello, mentre in Europa, i segnali di ripresa sono infatti scarsi. Nonostante il nuovo governo, il peso massimo Germania fa fatica a riprendere quota: dopo due anni di recessione economica, si intravede al massimo una mini-crescita. I deboli tassi di crescita in Francia e in Italia continuano a perdere slancio.

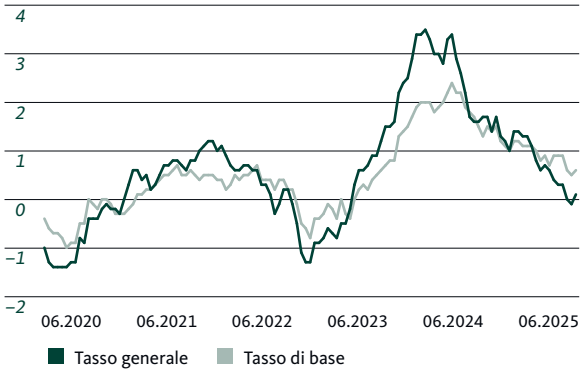
Le prospettive per l'**eurozona** rimangono quindi cupe. I problemi strutturali (energia, regolamentazione, stalli politici) sono ulteriormente aggravati dalle incognite legate alla controversia dei dazi.

Anche se fosse possibile evitare un'escalation definitiva, le incertezze e i dazi probabilmente elevati in alcuni settori continuerebbero a rallentare ulteriormente l'andamento già lento.

Questo significa che per la **Svizzera** gli impulsi europei continuano a farsi attendere. I consumi privati rimangono ancora una volta il pilastro decisivo della crescita. Se questi non vacillano, ci sono buone probabilità che l'economia svizzera possa mantenere una crescita relativamente solida nonostante le difficili condizioni del commercio estero. Considerando l'inflazione estremamente moderata e il basso tasso di disoccupazione, il rischio di un rallentamento dei consumi rimane tuttavia contenuto.

Resta da sperare che i dazi statunitensi non mandino all'aria i piani. Anche se i segnali suggeriscono che per la Svizzera non ci sarà una guerra doganale spietata, con Donald Trump non si può mai essere certi. Per la congiuntura in Svizzera, il presidente degli Stati Uniti rimane l'elefante nella stanza.

Nessun vento contrario sul fronte dell'inflazione
Inflazione annua svizzera, in %
Fonti: Bloomberg, Banca Migros





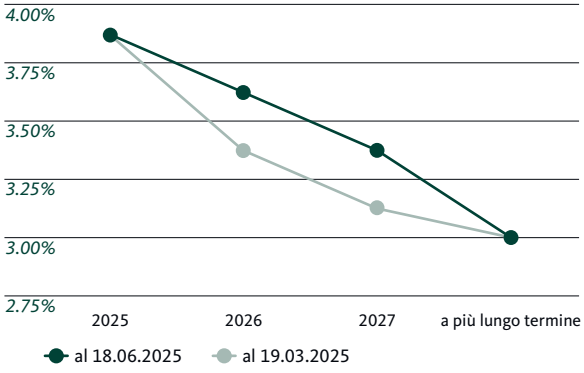
Santosh Brivio
Senior Economist

La grande attesa

La fase di stallo della Banca centrale statunitense continua. Anche la Banca centrale europea dovrebbe decidere di sospendere il taglio dei tassi d'interesse date le incertezze. In Svizzera gli interessi negativi sono diventati ancora più improbabili.

Un po' di luce nell'oscurità. È quanto speravano gli operatori di mercato dopo la pubblicazione dell'ultimo verbale della riunione del Federal Open Market Committee (FOMC) della **Fed**. Ma le «minute» della decisione sui tassi di giugno non sono poi state molto illuminanti. Anzi, rispetto a marzo, si registra una crescente divergenza di opinione tra i membri del FOMC. Ma una cosa è chiara: la maggioranza ritiene opportuno riprendere l'allentamento dei tassi d'interesse entro la fine dell'anno, senza vedervi alcuna urgenza in tal senso.

La Fed resta cauta
Aspettativa sui tassi di riferimento del FOMC (valore mediano) alla fine del rispettivo anno
Fonti: Bloomberg, Banca Migros



La ragione è da ricercare nell'inflazione e nell'andamento congiunturale degli Stati Uniti. La politica doganale di Donald Trump non ha finora innescato l'aumento dei prezzi come temuto. Tuttavia, l'inflazione rimane al di sopra del livello target. Con circa il 2,7%, il tasso annuo di base delle spese per consumi personali (PCE) si è di recente attestato sensibilmente al di sopra dell'obiettivo del 2%. Al contempo, l'economia statunitense sembra stabilizzarsi. I dati del mercato del lavoro indicano un certo rallentamento della crescita, ma segnalano comunque una discreta solidità.

Alla luce di questo contesto, riteniamo che sia opportuno mantenere un atteggiamento attendista e che non sia consigliabile procedere a una riduzione affrettata dei tassi d'interesse. Continuiamo a prevedere il prossimo taglio dei tassi di 25 punti base per settembre, mentre la situazione riguardo alla politica monetaria della **BNS** è già leggermente più chiara. Con il taglio dei tassi d'interesse allo zero percento nel mese di giugno, le autorità monetarie svizzere hanno sparato l'ultima cartuccia del loro arsenale convenzionale. Dopo aver accarezzato l'idea di un tasso di riferimento relativamente aperto in primavera, il presidente della BNS Martin Schlegel ribadisce ora il suo disagio nei confronti di un nuovo tasso di riferimento negativo. Alla luce della previsione inflazionistica della BNS, che si basa su un graduale riavvicinamento alla metà della fascia obiettivo dell'inflazione, questa retorica deve essere considerata coerente. È vero che la forza del franco nei confronti dell'euro, e in particolare nei confronti del dollaro, rimane una grande sfida. Tuttavia, come abbiamo sempre sottolineato, anche con un tasso di riferimento negativo la BNS non può contrastare le forze di mercato e quindi produrrebbe solo danni collaterali e scarsi effetti sul target.

Nel frattempo, la **BCE** si trova di fronte a una situazione di partenza meno chiara. La fiacca congiuntura nell'eurozona e la forza dell'euro rispetto al dollaro depongono a favore di una nuova riduzione dei tassi nella prossima riunione del 24 luglio. L'escalation nella controversia doganale con gli Stati Uniti che, al limite, è stata solo rinviata e non revocata, e un tasso di inflazione vicino all'obiettivo del 2% fanno sì che per il momento sembri opportuno attendere.

Visto che il prossimo giorno di riferimento per il conflitto doganale è il 1° agosto, non prevediamo che la BCE si azzardi a un taglio dei tassi troppo prematuro. Ci attendiamo quindi una pausa per luglio e un nuovo taglio di 25 punti base per settembre.



Santosh Brivio
Senior Economist

Obbligazioni USA: sì, ma...

Non è opportuno considerare l'abbandono del mercato statunitense dei capitali. Si raccomanda tuttavia prudenza, poiché i rischi di corso rimangono elevati. Nell'attuale contesto, questo vale anche per i titoli dell'eurozona, ma non per quelli svizzeri.

Si dovrebbe o no? La domanda se la pongono gli investitori quando si tratta di esporsi ai **titoli di Stato USA**. È giustificata dalla politica doganale statunitense, dal suo impatto sulla congiuntura americana e sull'inflazione nonché dalle preoccupazioni per il debito pubblico degli Stati Uniti, che sono drasticamente aumentate, almeno dall'«One Big Beautiful Bill» di Donald Trump.

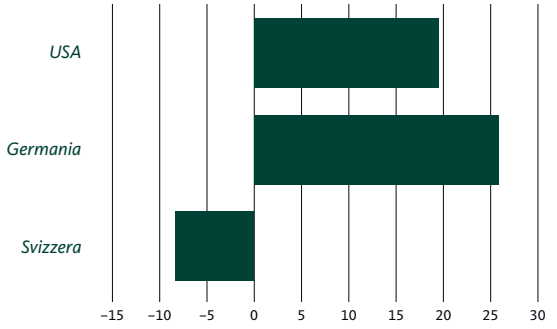
La nostra opinione è chiara: «Sì, si dovrebbe». Si dovrà continuare a investire nel mercato obbligazionario più importante e più liquido. Nonostante la linea del governo statunitense, al momento non ci attendiamo una recessione per gli Stati Uniti, tanto meno un default. Inoltre, i timori di inflazione si sono rivelati eccessivi e i tassi d'interesse reali rimangono interessanti.

Tuttavia, è necessario usare cautela. Il mercato dei capitali è in allarme di fronte alla politica di Trump e reagisce in modo nervoso. Ulteriori attacchi presidenziali all'indipendenza della Fed, eventuali dati congiunturali deludenti e/o altre escalation del conflitto doganale potrebbero causare da un giorno all'altro nuovi aumenti dei rendimenti o crolli delle quotazioni. Anche se per il resto dell'anno ipotizziamo una leggera tendenza al rialzo delle quotazioni dei titoli di Stato americani, rimangono elevati i rischi di una ricaduta almeno temporanea.

Anche i tassi nell'eurozona rimangono elevati. È vero che le obbligazioni di debitori solidi hanno attirato l'attenzione degli investitori, in particolare a causa dello scetticismo nei confronti degli Stati Uniti, ma sul mercato dei capitali nessuno si mostra davvero convinto dei **titoli di Stato denominati in euro**. Le note preoccupazioni strutturali pesano troppo sulle quotazioni dei relativi titoli: il motore industriale continua a non avviarsi correttamente: i corsetti normativi, le incertezze legate alle controversie tariffarie, gli elevati prezzi dell'energia (gas) e la forte pressione della concorrenza cinese mettono a dura prova l'industria manifatturiera. A ciò si aggiunge il fatto che anche in Europa le preoccupazioni per l'indebitamento hanno nuovamente acquisito centralità. E considerando le casse pubbliche perlopiù vuote in molti Paesi, è ancora tutto da vedere come verrà finanziato esattamente il potenziamento delle capacità di difesa, che avrà costi astronomici. Questa situazione complessa si ripercuote di conseguenza sui premi di rischio, motivo per cui per il momento continuiamo a prevedere un livello elevato dei rendimenti.

Per i **titoli di Stato svizzeri** vale il contrario. È vero che i rendimenti dei titoli decennali della Confederazione sono leggermente aumentati negli ultimi tempi. La tregua, ancora in atto, nel conflitto doganale ha determinato un leggero calo dell'interesse per i titoli svizzeri considerati sicuri. Tuttavia, riteniamo che le nubi cupe sul cielo delle tariffe possano ulteriormente addensarsi. Il bisogno di sicurezza da parte degli investitori rimane quindi elevato, motivo per cui i tassi d'interesse sul mercato dei capitali svizzero dovrebbero attestarsi in un intervallo di negoziazione ristretto e leggermente orientato al ribasso.

La fuga nel CHF grava sui tassi d'interesse svizzeri
Variazione annua dei rendimenti dei titoli di Stato decennali, in pb
Fonti: Bloomberg, Banca Migros





Santosh Brivio
Senior Economist

La nostra valuta, il vostro problema?

Il dollaro continua a mostrare segni di debolezza. A causa dell'incredibile predominio mondiale del biglietto verde, questo sta diventando sempre più un problema al di fuori dell'area del dollaro. Anche per la Svizzera.

La frase di John Conally è leggendaria: «Il dollaro è la nostra valuta, ma un vostro problema». L'allora Segretario al Tesoro degli Stati Uniti fece questa laconica osservazione nel 1971, durante la riunione di crisi delle maggiori economie mondiali. Il sistema monetario globale era sul punto di crollare dopo l'annullamento da parte degli Stati Uniti dell'accordo «Bretton Woods», che ancorava il dollaro all'oro e fissava i tassi di cambio rispetto al biglietto verde. La reazione fu drammatica: in poco tempo il dollaro perse la metà del suo valore.

50 anni dopo, la storia si ripete. Come allora, gli Stati Uniti soffrono sotto il peso di elevati deficit delle partite correnti. E, come allora, la politica del governo statunitense sta mettendo sotto pressione il biglietto verde. Da inizio anno ha perso l'8,5% del suo peso commerciale, mentre rispetto al franco svizzero il calo è stato del 12,4%.

Si tratta di ribassi considerevoli, ma vanno relativizzati. Da un lato, il dollaro è ancora sopravvalutato. In termini reali, infatti, ossia al netto dei tassi d'inflazione, si colloca ancora nettamente al di sopra della media a lungo termine. Dall'altro lato, in passato il dollaro ha dovuto più volte subire dei crolli. Dopo l'accordo del Plaza del 1985, negli anni successivi si è indebolito del 35% in termini reali.

Dal punto di vista storico e tecnico-valutativo, non sarebbe quindi sorprendente un proseguimento del percorso al ribasso del dollaro. E anche noi ci attendiamo un'ulteriore pressione sul biglietto verde. Non ci uniamo certo al coro di chi dà per spacciati gli Stati Uniti. Proprio i dati più recenti dimostrano che l'economia statunitense continua a essere notevolmente resiliente e che, grazie alla sua forza innovativa, nel medio termine sarà in grado di far fronte anche ai dazi e all'elevato indebitamento pubblico. A breve termine, tuttavia, il dollaro dovrebbe continuare a perdere terreno a causa delle politiche di bilancio e doganali.

Di conseguenza, per il momento anche l'euro prosegue il suo rafforzamento rispetto al dollaro. Per le imprese europee questa tendenza è invece sconveniente: la ripresa dell'economia interna, semmai, sta riprendendo a rilento e in aggiunta, a causa degli effetti valutari, le esportazioni stanno diventando più costose sul mercato mondiale. Basta solo questo per ipotizzare ulteriori tagli dei tassi d'interesse da parte della BCE.

La Svizzera conosce fin troppo bene il problema dei venti contrari dovuti al cambio sui mercati esteri. In un contesto tuttora incerto, il franco svizzero continua a essere richiesto come bene rifugio. In termini di peso commerciale, la valuta nazionale si è già apprezzata del 6% in un anno. Rispetto al dollaro, il rafforzamento nello stesso periodo è addirittura già superiore al 13%. Questo è già doloroso anche senza considerare i dazi statunitensi. Se il dollaro continua a svalutarsi, proseguirà anche l'aumento dei prezzi delle nostre esportazioni verso il nostro principale mercato di sbocco. A maggior ragione, anche la BNS deve distogliere l'attenzione dall'euro, che da anni è fonte di preoccupazione e che, pur rimanendo debole, continua comunque a oscillare in un canale laterale relativamente ristretto. È necessario trovare la difficile ricetta contro un apprezzamento eccessivo del franco rispetto al dollaro. Perché, come per l'Europa, anche per la Svizzera vale lo stesso principio: il dollaro è sì la moneta degli americani, ma è un problema nostro.



Santosh Brivio
Senior Economist

Editore
Banca Migros SA
Casella postale
Investment Office
8010 Zurigo

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

Termine editoriale
14 luglio 2025

Avvertenze legali
Le informazioni contenute nella presente pubblicazione della Banca Migros SA si limitano a scopi pubblicitari e informativi ai sensi dell'art. 68 della Legge sui servizi finanziari. Non sono il risultato di un'analisi finanziaria (indipendente). Le informazioni ivi contenute non costituiscono né un invito né un'offerta né una raccomandazione ad acquistare o vendere strumenti di investimento o a effettuare determinate transazioni o a concludere qualsiasi altro atto legale, bensì hanno carattere unicamente descrittivo e informativo. Le informazioni non costituiscono né un annuncio di quotazione né un foglio informativo di base né un opuscolo. In particolare, non costituiscono alcuna raccomandazione personale o consulenza in investimenti. Le informazioni non tengono conto né degli obiettivi d'investimento né del portafoglio esistente né della propensione al rischio né della capacità di rischio né della situazione finanziaria né di altre esigenze particolari del destinatario o della destinataria. La/Il destinataria/o è espressamente invitata/o a prendere le proprie eventuali decisioni d'investimento basandosi su indagini individuali, compreso lo studio dei fogli informativi di base e dei prospetti giuridicamente vincolanti, o sulle informazioni ottenute nell'ambito di una consulenza in investimenti. La documentazione giuridicamente vincolante dei prodotti, se richiesta e fornita dall'emittente, è consultabile sulla pagina web bancamigros.ch/fib-it. Il contenuto di questa pubblicazione potrebbe essere stato interamente o parzialmente creato con l'aiuto dell'intelligenza artificiale. Nell'impiego dell'intelligenza artificiale, la Banca Migros SA utilizza tecnologie selezionate e non pubblica contenuti generati meccanicamente senza verifica umana. Indipendentemente dal fatto che le presenti informazioni siano state create con o senza l'aiuto dell'intelligenza artificiale, la Banca Migros SA non fornisce alcuna garanzia in merito alla loro esattezza o completezza e declina qualsivoglia responsabilità per eventuali perdite o danni di qualsiasi natura che potrebbero derivare dalle presenti informazioni. Le informazioni qui riportate rappresentano esclusivamente un'istantanea della situazione al momento della stampa; non sono previsti aggiornamenti automatici regolari.