BANCA MIGROS



PANORAMICA MACRO-ECONOMICA

AGOSTO 2025

Calcolo strategico o arbitrio irrazionale?

Indice

03 **In sintesi**

Convivere con Trump

04 **Congiuntura**

Ancora mezzo pieno

05 **Politica monetaria**

Periodo di riflessione estivo

06 **Tassi d’interesse**

In Svizzera rendimenti in calo

07 **Valute**

Conflitti tra gli obiettivi di Trump

In sintesi

Convivere con Trump

Lo shock dei dazi ha smorzato l'atmosfera festosa: la Confederazione non dimenticherà facilmente la Festa nazionale di quest'anno, e l'incredulità per l'aliquota doganale del 39% – di gran lunga una delle più elevate – risuona ancora. In effetti, dal punto di vista della Svizzera, la logica alla base della decisione presidenziale appare incomprensibile. Definirla «conto della serva» è ancora lusinghiero.

Ma il modo di agire contro il nostro Paese è davvero così incoerente nella visione del mondo di Trump? Non è in linea con l'obiettivo di (re)insediare l'industria negli Stati Uniti? Considerando che Big Pharma intende ormai rifornire il mercato statunitense solo con produzione in loco, la spiacevole conclusione appare quantomeno plausibile.

Ma c'è di più: con il suo potere economico e il suo peso politico internazionale piuttosto moderato, la Svizzera non era forse la vittima ideale per Trump da punire in modo esemplare? La domanda è quantomeno legittima. Altrettanto discutibile è se l'accordo dell'ultimo minuto tra l'UE e gli Stati Uniti sarà davvero la grande svolta.

Infatti, l'Unione non è in grado di soddisfare l'acquisto di prodotti energetici statunitensi nella misura concordata, il che significa che la violazione del trattato sarà inevitabile. È difficile immaginare che Trump accetti una cosa del genere senza ricorrere nuovamente a pesanti misure tariffarie.

In questo tipo di considerazioni, si tratta sempre di capire se le azioni di Trump siano frutto di un calcolo ben preciso o di arbitrarietà. In ultima analisi, tuttavia, questo è irrilevante. Perché è un dato di fatto che i dazi ci sono. Un altro dato di fatto è che sull'industria farmaceutica svizzera pende una spada di Damocle sotto forma di dazi statunitensi del 200% (o più). Sarebbe sciocco ignorarla, quanto meno dallo scorso primo agosto.

Comunque la si voglia girare, il mondo e la Svizzera dovranno convivere con Donald Trump come presidente degli Stati Uniti fino al 2029. La Svizzera deve venire a patti con il suo calcolo politico e la sua arbitrarietà.

In questo senso, auguro una piacevole lettura, non arbitraria ma consapevole.



Santosh Brivio
Senior Economist

Congiuntura

Negli Stati Uniti si sta verificando un rallentamento della crescita ad alto livello, mentre i dazi frenano il dinamismo in Svizzera. L'Europa non riesce a uscire dalla fase di stallo economico.

Tassi d'interesse

Il martello doganale a stelle e strisce non altera l'attrattiva degli investimenti svizzeri come copertura contro i rischi. Di conseguenza, i rendimenti delle obbligazioni della Confederazione rimangono bassi. In Europa e soprattutto negli Stati Uniti i tassi d'interesse rimangono su livelli elevati.

Politica monetaria

La Fed continua a essere in modalità «wait and see». La BCE è sempre più concentrata sulle incertezze economiche, mentre la BNS ha esaurito le sue opzioni convenzionali.

Valute

Il dollaro USA ha superato il punto minimo, ma ha un potenziale di rialzo limitato. L'euro continua a mostrare segni di debolezza e il franco svizzero rimane estremamente forte nonostante i massicci dazi statunitensi.

Ancora mezzo pieno

Finora l'economia statunitense non sembra risentire in modo significativo della politica tariffaria di Trump. Per la Svizzera, i dazi statunitensi stanno frenando la crescita, senza tuttavia comportare ancora un rischio di recessione. Mentre in Europa si stanno aggravando le difficoltà di ripresa.

Con la sua politica doganale, Donald Trump sta sconcertando praticamente tutti i Paesi del mondo. Almeno per ora, però, non sembra che questa abbia influito più di tanto sull'economia svizzera. L'economia **statunitense** continua pertanto a mostrare segni di solidità, anche se con una crescente incertezza e un inizio di rallentamento della dinamica. Per il trimestre in corso ci aspettiamo comunque una crescita di circa il 2,6% (annualizzata). Gli Stati Uniti rimangono quindi per il momento la prima economia mondiale.

Per l'intero 2025, l'economia statunitense sarà sostenuta dai cosiddetti effetti di «front loading» nel primo semestre: le imprese e le famiglie hanno effettuato acquisti anticipati per evitare gli imminenti aumenti dei dazi doganali. Questo sostegno verrà meno nella seconda metà dell'anno; la normalizzazione del mercato del lavoro, da tempo surriscaldato, dovrebbe proseguire e l'inflazione aumentare leggermente a causa dei dazi. Questo conferma la nostra precedente valutazione secondo cui la crescita americana, pur perdendo slancio, non si arresterà. Continuiamo a ritenere che una recessione non sia giustificata.

Non ci attendiamo una recessione neppure per la **Svizzera**, anche se i dazi statunitensi attualmente in vigore, pari al 39%, pesano notevolmente sulle esportazioni. Le piccole e medie imprese con una forte esposizione negli Stati Uniti, in particolare, dovranno fare i conti con i nuovi dazi. A differenza dei grandi gruppi, queste non possono delocalizzare geograficamente la loro attività produttiva. Tuttavia, riteniamo che al momento il bicchiere sia ancora mezzo pieno e non mezzo vuoto. Le aziende svizzere sono infatti abituate alle avversità del contesto internazionale e in passato hanno spesso dimostrato la loro capacità di adattamento. Dagli ostacoli generali agli scambi, alle perturbazioni nelle catene di approvvigionamento, fino alla ben nota forza del franco, grazie all'elevata qualità, alla continua ottimizzazione dell'efficienza e, non da ultimo, all'eccellente reputazione, le imprese svizzere sono riuscite a resistere a diverse crisi. Siamo convinti che gli adeguamenti necessari saranno realizzati anche alla luce dei dazi statunitensi. Anche se dolorosi, finché non saranno imposti dazi elevati da parte degli Stati Uniti contro l'industria farmaceutica, fondamentale per l'economia, la Svizzera continuerà a registrare una crescita solida, tenuto conto delle circostanze.

Al contrario, l'**eurozona** continua a manifestare difficoltà nel ritrovare un percorso di crescita sostenibile. Le incertezze geopolitiche e, in particolare, i dazi statunitensi del 15% rendono ulteriormente difficile tale impresa. Tanto più che, a nostro avviso, l'accordo commerciale segna una pace estremamente fragile. Se gli europei non volessero o non potessero onorare gli impegni assunti con gli Stati Uniti (cosa che si profila in particolare per quanto riguarda l'acquisto di prodotti energetici americani), si tornerebbe rapidamente a un aumento dei dazi punitivi imposti dagli USA. Insieme alla persistente eccessiva regolamentazione, alla mancanza di volontà e capacità di riforma in importanti Stati membri e alle crescenti preoccupazioni per l'indebitamento, tutto ciò continua a frenare la ripresa e fa sì che l'economia continui a procedere a rilento.



Santosh Brivio
Senior Economist

Periodo di riflessione estivo

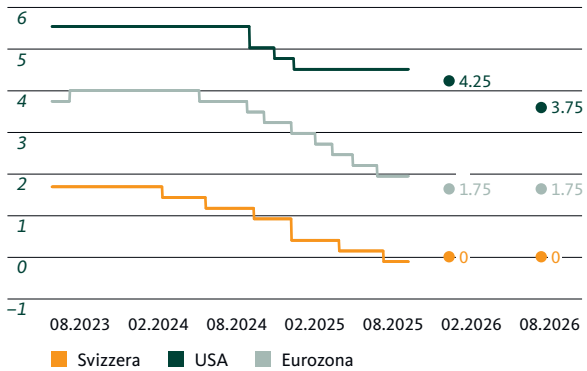
Ad agosto le banche centrali non tengono riunioni. Tuttavia, in vista dell'autunno, alle autorità monetarie il lavoro di certo non manca. Nonostante la stangata dei dazi statunitensi, rimane poco probabile il ritorno ai tassi d'interesse negativi in Svizzera.

Le divergenze di opinioni all'interno del Federal Open Market Committee (FOMC) della **Fed** si accentuano ulteriormente. Nonostante le richieste sempre più insistenti del presidente degli Stati Uniti di abbassare in modo significativo il tasso di riferimento, il FOMC, nella sua riunione di luglio, ha deciso di non allentare la politica monetaria.

La decisione non è stata unanime: per la prima volta dal 1993 è stato espresso più di un voto contrario. Ai due governatori nominati da Trump, Michelle Bowman e Christoph Waller, molto probabilmente si aggiungerà un terzo voto *«dovish»*: il seggio liberato in seguito alle dimissioni di Adriana Kugler dovrebbe essere occupato da Stephen Miran, confidente di Trump.

Riteniamo che la pausa dei tassi della Fed proseguirà fino alla fine di ottobre. Fino ad allora, la Fed spera di ottenere maggiore chiarezza sull'impatto della politica tariffaria statunitense sulla nuova impennata dell'inflazione e sull'occupazione. La normalizzazione del mercato del lavoro dopo una lunga fase di surriscaldamento potrebbe porre la Fed di fronte a un difficile esercizio di equilibrio tra i suoi obiettivi.

Niente tassi d'interesse negativi in Svizzera
Le nostre previsioni sui tassi di riferimento, in %
Fonti: Bloomberg, Banca Migros



La Banca nazionale svizzera (**BNS**) ha già esaurito il margine di manovra convenzionale con la riduzione dei tassi d'interesse di giugno allo 0%. Di recente, il tasso d'inflazione è salito di nuovo oltre lo 0%, in linea con le previsioni inflazionistiche interne della BNS. L'introduzione dei dazi doganali statunitensi sulle esportazioni svizzere graverà sulla crescita economica e metterà ulteriormente sotto pressione l'industria orientata all'export, in particolare molte PMI. Se un accordo commerciale non potrà essere concluso a breve termine, è ipotizzabile che la BNS cerchi di attenuare la forza del franco.

Le risorse disponibili sono però limitate. Anche con un tasso di riferimento negativo, la BNS non può contrastare le forze di mercato e causerebbe quindi solo danni collaterali senza ottenere quasi alcun effetto sul suo obiettivo. Gli interventi sul mercato valutario possono essere effettuati solo in modo puntuale, poiché un impiego a lungo termine potrebbe comportare rischi politici.

Nell'eurozona, l'attenzione della BCE si sta spostando dall'inflazione, finalmente sotto controllo dopo una lunga lotta, alla congiuntura economica stagnante. Nonostante l'accordo con gli Stati Uniti, l'aliquota dei dazi è talmente elevata da pesare sulla crescita economica. Neppure il recente rafforzamento dell'euro rispetto al dollaro USA, in parte compensato, giova all'industria esportatrice. Per questi motivi, ci attendiamo un'ulteriore riduzione dei tassi nei prossimi tre mesi.



Valentino Guggia
Economist

In Svizzera rendimenti in calo

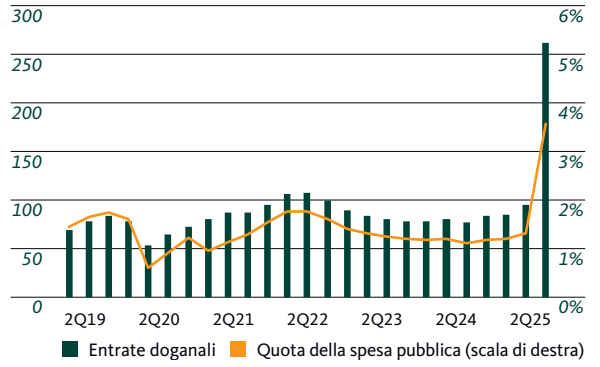
All'entrata in vigore dei dazi punitivi, i tassi d'interesse in Europa hanno reagito in modo diverso. Mentre i rendimenti dei titoli di Stato dell'eurozona non sono praticamente aumentati, quelli della Svizzera sono crollati.

Nonostante l'introduzione di dazi doganali massicci sulle esportazioni svizzere da parte degli Stati Uniti, la curva dei rendimenti dei **titoli di Stato svizzeri** ha registrato un ribasso praticamente per tutte le scadenze. La fiducia nella Svizzera come porto sicuro per gli investimenti rimane invariata grazie alla stabilità politica ed economica. Nei prossimi mesi i tassi d'interesse sul mercato dei capitali svizzero dovrebbero collocarsi in un intervallo ristretto e orientato orizzontalmente.

Di una minore fiducia godono invece i titoli dell'eurozona, dove i tassi d'interesse si sono svincolati dall'andamento del tasso di riferimento e rimangono elevati. Le note preoccupazioni strutturali pesano troppo sulle quotazioni dei **titoli di Stato dell'area euro**: il motore industriale continua a non decollare e i dazi statunitensi mettono i bastoni tra le ruote. A ciò si aggiunge il fatto che anche in Europa, a causa del finanziamento del costoso potenziamento delle capacità di difesa, in molti Paesi le casse dello Stato sono vuote e le preoccupazioni per l'indebitamento sono tornate a essere al centro dell'attenzione. 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.

A causa della situazione attuale, gli investitori si chiedono spesso cosa fare in relazione agli investimenti in **titoli di Stato statunitens**i. Questo dubbio è giustificato 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 sin dall'«One Big Beautiful Bill» di Donald Trump. Questo pacchetto di leggi aggrava la situazione con un notevole aumento del deficit di bilancio per diversi anni, che non potrà essere compensato in alcun modo, nemmeno con un forte aumento delle entrate doganali.

L'aumento delle entrate doganali non basta a ridurre il disavanzo
Entrate doganali in miliardi di USD e loro quota sul totale della spesa pubblica
Fonti: US Treasury, Banca Migros



La nostra opinione rimane chiara: si dovrà continuare a investire nel mercato obbligazionario più importante e più liquido. Nonostante la linea adottata dall'amministrazione statunitense, per il momento non prevediamo una recessione negli Stati Uniti, tanto meno un default, e il rendimento reale rimane interessante. È comunque opportuno mantenere un atteggiamento cauto. 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 dei corsi. Anche se per il resto dell'anno ipotizziamo una leggera tendenza al ribasso delle quotazioni dei titoli di Stato americani, rimangono elevati i rischi di una ricaduta almeno temporanea.



Valentino Guggia
Economist

Conflitti tra gli obiettivi di Trump

Il dollaro USA ha superato il picco minimo. Il suo potenziale di ripresa rimane però limitato a causa della politica doganale e dell'indebitamento degli Stati Uniti. Il franco svizzero rimane invece un porto sicuro, mentre l'euro continua a indebolirsi.

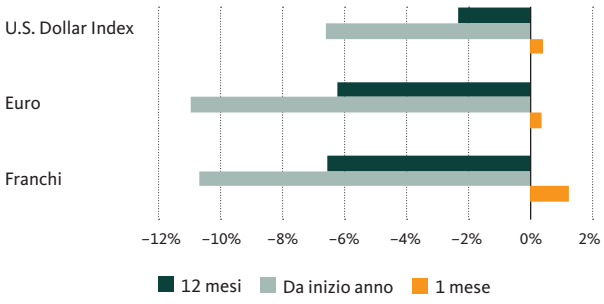
Dietro la politica tariffaria di Donald Trump si nasconde un calcolo strategico o piuttosto un arbitrio irrazionale? Mentre lo stesso presidente degli Stati Uniti risponderebbe senza dubbio con la prima opzione, il resto del mondo propende in gran parte per la seconda.

Ma anche se i dazi fossero il risultato di una strategia brillantemente concepita, nemmeno Donald Trump è immune dai conflitti tra i diversi obiettivi. Uno di questi si manifesta nel valore esterno del dollaro USA. Com'è noto, il presidente degli Stati Uniti punta così a una quotazione del biglietto verde il più bassa possibile. Un **dollaro** debole, infatti, da un lato rende più conveniente il nuovo indebitamento, poiché gli Stati Uniti possono rifinanziarsi nella propria valuta grazie al carattere di moneta di riferimento del dollaro, dall'altro, rende meno costosi i prodotti americani esportati sul mercato mondiale, garantendo loro un vantaggio competitivo.

Tuttavia, più la politica doganale e commerciale di Trump dà impulso alla congiuntura statunitense, più forte sarà la quotazione del dollaro, il che non è certo nell'interesse del repubblicano. Si tratta di una situazione paradossale e ironica, in quanto, contrariamente all'opinione generale, almeno nel breve termine il mercato dei cambi non sembra considerare il regime dei dazi punitivi come dannoso per l'economia statunitense. È difficile spiegare altrimenti il fatto che il dollaro statunitense abbia superato il picco minimo e da un mese mostri una lieve tendenza al rialzo.

Non riteniamo tuttavia che i dazi porteranno benefici all'economia americana nel medio e lungo termine. Eppure, rimaniamo convinti che la politica doganale di Trump non comporti un rallentamento brusco dell'economia statunitense e che i timori al riguardo si stanno rivelando eccessivi. Ci attendiamo pertanto che, per il momento, il biglietto verde guadagni terreno sia rispetto al franco che all'euro. Il potenziale di rialzo è tuttavia limitato, poiché la crescita economica statunitense subirà un netto rallentamento e il debito pubblico americano è fonte di crescente incertezza.

Deboli segni di vita per il dollaro
Variazione del cambio del dollaro USA — Fonti: Bloomberg, Banca Migros



Quindi, nel complesso, la pressione sul dollaro rimane costante. Lo stesso vale per l'**euro**. Il ricorso alla valuta unica da parte degli investitori dovrebbe arrestarsi e le difficoltà strutturali e congiunturali tornare a essere al centro di chi investe. Per questo motivo, l'euro ha poco potenziale di recupero rispetto al **franco svizzero**. Prosegue lo stretto canale laterale della coppia di valute.

In altre parole, il franco rimane uno scoglio nel mare in tempesta, nonostante i massicci dazi statunitensi sui beni di esportazione svizzeri.



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
12 agosto 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.