BANCA MIGROS



PANORAMICA MACRO-ECONOMICA

GIUGNO 2025

Nubi nel cielo estivo

Indice

03 **In sintesi**

Ci manca solo un temporale estivo!

04 **Congiuntura**

Fase di transizione

05 **Politica monetaria**

La BNS al bivio

06 **Tassi d’interesse**

Crescenti preoccupazioni per il debito USA

07 **Valute**

Periodo turbolento per il biglietto verde

Ci manca solo un temporale estivo!

L'estate è arrivata e salgono le temperature. Anche la situazione congiunturale si presenta calda, ma non nel senso di un'inebriante sensazione estiva, bensì piuttosto come un'atmosfera carica poco prima che scoppi un temporale estivo. I dazi statunitensi incombono come nuvole tempestose, offuscando un quadro non poi così cupo in molti settori. Ad esempio, a dispetto della politica Trump e della leggera contrazione nel primo trimestre, l'economia statunitense si dimostra straordinariamente resiliente. Nel frattempo, il commercio al dettaglio in Cina segnala una timida ripresa dei consumi, mentre nell'eurozona la disoccupazione è a un livello storicamente basso e resiste alla debolezza economica. In Svizzera, infine, nonostante i rischi di deflazione non si registra una preoccupante erosione della domanda relativa ai consumi privati.

Malgrado questi spiragli di luce, però, la crescita economica rimane perlopiù ovunque nettamente al di sotto del potenziale. L'aumento della spesa (difesa), l'eccessivo indebitamento degli Stati Uniti e, naturalmente, l'imponderabilità della guerra dei dazi impediscono di intraprendere un percorso chiaro.

Soprattutto per quanto riguarda la questione doganale, questo fa desiderare un temporale estivo purificante che faccia chiarezza, mettendo fine al tira e molla. Ma attenzione: il temporale può facilmente degenerare in una lunga stagione di maltempo e, a quel punto, gli spiragli di luce servirebbero a ben poco.

Sarebbe meglio se le nuvole temporalesche si dissipassero senza scaricare tempeste doganali. La responsabilità è però soprattutto di Trump, che finora non ha mostrato di voler fermare per tempo il suo attacco al commercio mondiale. Pertanto, l'economia globale rimarrà probabilmente paralizzata dalla calura tempestosa. Non è una prospettiva incoraggiante, ma è sempre meglio che essere colpiti da un fulmine doganale.

Ci conviene quindi goderci le calde temperature estive, nonostante le nuvole. Con questo spirito vi auguro un'estate serena e una piacevole lettura.



Santosh Brivio
Senior Economist

Congiuntura

La congiuntura resta paralizzata dalle incertezze della controversia doganale. Le preoccupazioni per le finanze pubbliche negli Stati Uniti, ma anche in Europa, ne ostacolano ulteriormente l'espansione.

Tassi d'interesse

Il mercato obbligazionario americano mette in guardia con sempre maggiore urgenza dalle politiche del governo americano. Anche sul mercato dei capitali europeo cresce la preoccupazione per il debito pubblico.

Politica monetaria

In Svizzera e nell'eurozona sono imminenti ulteriori riduzioni dei tassi d'interesse. Probabilmente, la Fed sceglierà ancora una volta l'attesa e prolungherà nuovamente la pausa nella riduzione dei tassi d'interesse.

Valute

La politica doganale e commerciale di Washington sta mettendo sotto pressione il dollaro. Ne beneficia in particolare l'euro, che dall'insediamento di Trump ha registrato un netto rialzo su base ponderata per gli scambi commerciali.

Situazione generale incerta

Le incognite doganali pesano sulla congiuntura globale e restano vulnerabili laddove si registrano tassi di crescita positivi. I rischi al ribasso sono elevati negli Stati Uniti così come in Europa e in Svizzera.

Disordini demografici, gestione irresponsabile del debito e politica doganale che irrita e confonde rivali e partner: no, in questo momento gli **Stati Uniti** non stanno dando una buona immagine di sé.

Nel complesso, però, l'economia statunitense si dimostra relativamente resiliente. La disoccupazione resta molto al di sotto della media storica, mentre al contempo l'aumento dei prezzi supera solo leggermente l'obiettivo di inflazione fissato dalla Fed (2%); le preoccupazioni inflazionistiche non si sono (ancora?) manifestate. E infine, il clima di fiducia dei consumatori e delle piccole e medie imprese si è riassestato. Non sorprende quindi che per il secondo trimestre si profili una solida crescita economica. La stima in tempo reale della Fed di Atlanta è del 3,8% su base annua.

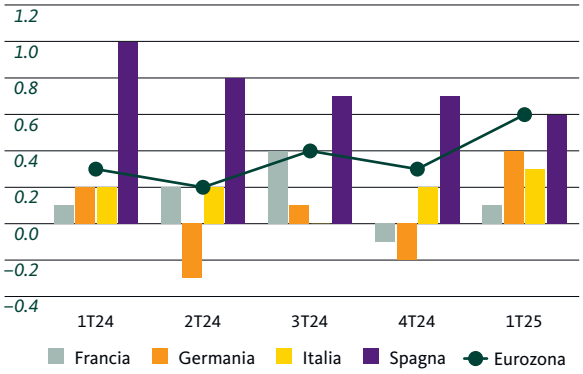
Sebbene il dato superi le nostre previsioni (2%), l'economia statunitense dovrebbe comunque superare il risultato del primo trimestre, quando le importazioni anticipate hanno provocato un calo dello 0,3% su base annua.

La crescita è tuttavia vulnerabile di fronte a un possibile inasprimento della guerra doganale: dazi ancora più elevati metterebbero sotto forte pressione le imprese, riaccenderebbero l'inflazione e graverebbero sulla domanda dei consumi privati. Basta poco per intensificare i venti contrari prima della tempesta vera e propria.

Resta quindi da sperare che il braccio di ferro tariffario si attenui, anche per la congiuntura globale nel suo complesso. Anche se le incertezze legate ai dazi non hanno ancora provocato una recessione globale, la situazione è tuttavia fragile.

In **Cina**, ad esempio, il recente aumento delle vendite al dettaglio (incentivato dallo Stato) non basta a coprire i problemi persistenti. L'irrisolta crisi immobiliare, la deflazione persistente, l'elevata disoccupazione giovanile e la riduzione dei consumi al momento indeboliscono ulteriormente la seconda economia mondiale.

La Spagna sostiene la crescita europea
Variazione del PIL reale rispetto al trimestre precedente
Fonti: Eurostat, Banca Migros



Neppure l'**Europa** dà esempio di forza. Dopo due anni di recessione, il peso massimo Germania versa, nel migliore dei casi, in una fase di stagnazione. Dal momento che anche Francia e Italia registrano solo una crescita minima, nemmeno i forti tassi di crescita in Spagna o Portogallo hanno un peso determinante: non si attendono quindi impulsi dall'**eurozona**, tanto meno in caso di inasprimento della controversia doganale.

Il contesto rimane quindi teso per la **Svizzera**. Non si intravede un'accelerazione della crescita dopo il forte primo trimestre dell'anno (+0,8%), prevalgono per contro i rischi, soprattutto nel commercio estero. Tuttavia, restano le premesse per una crescita annua se non rosea quantomeno solida, date le circostanze, a condizione però che la guerra dei dazi non sfoci in un'escalation globale. La Svizzera non può comunque influire in alcun modo su questi aspetti e, volente o nolente, deve convivere con le nuvole temporalesche.



Santosh Brivio
Senior Economist

La BNS al bivio

Ancora prima del solstizio d'estate, le autorità monetarie della BNS e della Federal Reserve prenderanno decisioni difficili sui tassi d'interesse. Per il momento non ci attendiamo un ritorno dei tassi d'interesse negativi in Svizzera.

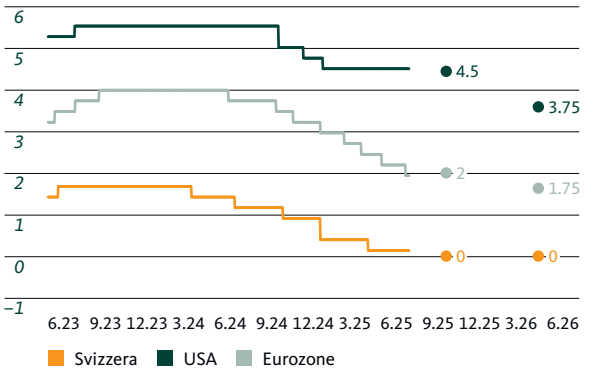
Ultimamente, l'inflazione in Svizzera si è indebolita al punto che, a maggio, il tasso d'inflazione si è collocato leggermente al di sotto dello zero e quindi al di fuori della fascia di stabilità dei prezzi definita dalla BNS. Secondo le ultime dichiarazioni del presidente della **BNS**, Martin Schlegel, la banca centrale può tollerare temporaneamente un tasso di inflazione negativo finché rimangono invariate le prospettive a medio termine.

Tuttavia, la forza del franco, il calo dei prezzi dell'energia e quello dei prezzi dei servizi inducono a ritenere che i rischi inflazionistici siano orientati al ribasso per un periodo prolungato. Prevediamo quindi un'ulteriore riduzione dei tassi d'interesse il 19 giugno e una revisione delle aspettative inflazionistiche della BNS per l'anno in corso. Contrariamente alle aspettative di mercato, il ritorno dei tassi negativi non corrisponde attualmente al nostro scenario di base, poiché gran parte del calo dell'inflazione è riconducibile a fattori (ad es. il prezzo del petrolio) che esulano dalla sfera d'influenza della BNS. La retorica della BNS e alcuni sviluppi sul mercato interbancario indicano però che questa opzione non può essere esclusa a priori.

Sullo sfondo delle crescenti preoccupazioni per il debito pubblico del governo statunitense, la sera del 18 giugno la **Fed** annuncerà la propria decisione sui tassi d'interesse e la revisione delle sue previsioni economiche. Sebbene il presidente degli Stati Uniti Donald Trump continui a chiedere rapidi tagli dei tassi d'interesse, ci aspettiamo che la pausa nei tagli dei tassi d'interesse venga ulteriormente prolungata. Non è ancora chiaro in quale direzione si svilupperà la politica commerciale statunitense. A maggio la Fed ha messo in guardia dal cresciuto rischio di stagflazione negli Stati Uniti. Da questo punto di vista sarà interessante esaminare le revisioni delle previsioni economiche. In virtù del suo duplice mandato – garantire la stabilità dei prezzi e massimizzare l'occupazione – è possibile che la Fed debba portare a termine un impegnativo esercizio di bilanciamento nel corso dell'anno, dal momento che l'impatto della politica tariffaria potrebbe richiedere una politica monetaria che si muova in direzioni diverse.

Il calo della pressione inflazionistica dovuto alla flessione dei prezzi dell'energia e all'apprezzamento dell'euro sul dollaro ha indotto la **BCE** a ridurre ulteriormente al 2% il tasso sui depositi. Le prospettive congiunturali restano incerte: anche se la BCE stima adesso un'inflazione annua inferiore alla soglia target del 2% già per l'anno in corso, il conflitto commerciale mantiene d'altro canto elevati i rischi per la crescita. Ma ora la BCE toglierà il piede dall'acceleratore per quanto riguarda il ritmo dei prossimi tagli dei tassi di interesse. Nell'arco dell'anno, la BCE ridurrà ancora due volte i tassi di riferimento fino al limite inferiore della fascia neutrale dell'1,75%.

Per il momento niente interessi negativi in Svizzera
Le nostre previsioni sui tassi di riferimento
Fonti: Bloomberg, Banca MigrosMigros





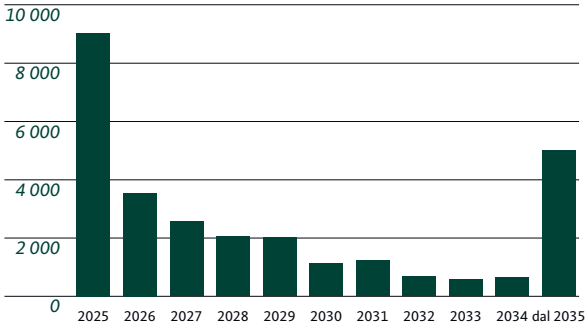
Valentino Guggia
Economist

Crescenti preoccupazioni per il debito USA

Il declassamento della qualità creditizia e la prospettiva di un'ulteriore espansione del debito pubblico aumentano il premio di rischio dei treasury. In Svizzera, il livello dei tassi a breve termine rimane in territorio negativo.

Negli Stati Uniti, la tensione sul mercato dei capitali resta alta. Il rendimento dei **treasury USA** a 10 anni è **notevolmente aumentato**, attestandosi recentemente al 4,4%. Dal momento che il mercato dei capitali statunitense è considerato una sorta di barometro delle preoccupazioni, tale aumento indica una certa impopolarità della politica doganale degli Stati Uniti, che pesa sulle prospettive economiche. Trump sta inoltre preparando un disegno di legge che prevede tagli fiscali sostanziali, aggravando così il deficit, il che non lascia indifferenti gli operatori di mercato. In un'asta di titoli di Stato a 20 anni, il Dipartimento del Tesoro ha dovuto far fronte a una domanda debole e fissare un tasso cedolare superiore al 5%. È comprensibile che gli investitori esigano premi di rischio più elevati: nell'anno in corso, il governo statunitense deve rifinanziare quasi un quarto del debito in essere in un contesto di tassi elevati. L'onere del debito grava sempre di più sul bilancio pubblico ed è già oggi una delle voci di spesa più importanti.

Elevato fabbisogno di rifinanziamento a breve
Debito pubblico in miliardi di USD, per anno di scadenza
Fonti: Bloomberg, Banca Migros



In Europa, attualmente l'andamento dei titoli di Stato è pressoché stabile. Nonostante i numerosi tagli dei tassi di riferimento, il rendimento dei titoli di Stato **tedeschi** a dieci anni è praticamente allo stesso livello di 12 mesi fa, ma questo dimostra che anche in Europa gli operatori di mercato richiedono un aumento dei premi di rischio. Non sorprende che le ragioni principali siano attribuibili ai pacchetti di investimento finanziati dal debito della Germania e dell'Unione europea, che attenuano i requisiti in materia di disciplina di bilancio. La possibile emissione di titoli di Stato congiunti consentirebbe inoltre agli Stati membri fortemente indebitati di prendere in prestito denaro sui mercati finanziari a condizioni più favorevoli, grazie alla garanzia implicita di Paesi più stabili.

Rispetto al mese scorso, la situazione sul mercato **svizzero** dei capitali non è sostanzialmente cambiata. Il rendimento delle obbligazioni della Confederazione con durate più brevi resta in territorio negativo, mentre per i tassi a lungo termine si è registrato un aumento del rendimento alla scadenza di circa 10 punti base. Non si tratta di un movimento particolarmente significativo; questo è dovuto piuttosto a un adeguamento delle aspettative del mercato e alla minore liquidità. Per via della maggiore incertezza, prevediamo una pressione costante sui rendimenti.



Valentino Guggia
Economist

Periodo turbolento per il biglietto ver-de

Il dollaro ha perso la sua importanza come bene rifugio in tempi di crisi. Finché il governo degli Stati Uniti non cambierà rotta, è persino sul punto di diventare a sua volta una valuta incerta.

In realtà, ci sono molte ragioni a favore di un dollaro statunitense stabile: i tassi d'interesse negli Stati Uniti superano nettamente il livello di altri Paesi industrializzati. Inoltre, nel trimestre in corso, gli Stati Uniti vanno verso una crescita economica relativamente robusta e il **biglietto verde** è la valuta più importante e diffusa al mondo. Non da ultimo, la stragrande maggioranza delle materie prime sono denominate in dollari.

Ciononostante, il biglietto verde registra una crisi non da poco: su base ponderata per gli scambi commerciali, dall'inizio dell'anno ha perso circa l'8%. La ragione di questa vera e propria svendita non va ricercata in una situazione mondiale che va a gonfie vele e nella conseguente bassa domanda di dollari, ma negli Stati Uniti stessi.

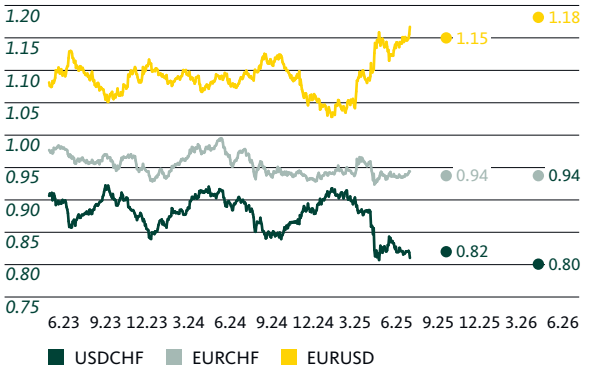
L'evoluzione del dollaro riflette attualmente un noto modo di dire: ci vuole molto tempo per costruire fiducia, ma basta un istante per distruggerla. E la politica americana sta attualmente lavorando a un ritmo record per demolire la fiducia costruita nel corso dei decenni. A partire dai massicci siluri tariffari del commercio mondiale e fino ad arrivare all'imprevedibilità della politica estera e all'indebitamento incontrollato, il governo degli Stati Uniti fa ben poco per non minare la fiducia nel dollaro. Per non parlare dei tentativi più o meno aperti di ingerenza nell'indipendenza della Fed.

Con queste premesse, la flessione del dollaro non sorprende di certo. Finché l'amministrazione Trump non seguirà una linea moderata in materia di politica doganale e commerciale e/o non si intravedranno seri sforzi per controllare il deficit pubblico, il biglietto verde resterà sotto pressione. Siccome non prevediamo un cambio radicale di politica da parte del governo statunitense, ci attendiamo che per il momento il dollaro USA continuerà a perdere terreno sia nei confronti dell'euro che del franco svizzero.

Pertanto, chiaramente non riteniamo che il rafforzamento dell'**euro** sia l'espressione di una forte fiducia degli investitori in Europa, bensì soltanto un segnale che, in caso di eventuale tempesta, il porto europeo sarà giudicato leggermente meno insicuro del suo omologo statunitense.

È invece indiscutibile la sicurezza del **franco svizzero** come porto d'investimento, e non solo in termini relativi. Sebbene anche la Svizzera non sia al riparo dalle conseguenze di un'eventuale tempesta doganale, il carattere difensivo della sua economia estera, la stabilità politica e il basso debito pubblico fanno sì che gli investitori continuino a prediligere il franco. Tuttavia, questo significa anche che le autorità monetarie svizzere non possono contrastare questi movimenti di fuga. Prevediamo pertanto che la forza del franco persisterà non solo nei confronti del dollaro, ma anche e soprattutto nei confronti dell'euro.

La debolezza del dollaro persiste
Andamento e previsioni della Banca Migros
Fonti: Bloomberg, Banca Migros





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 giugno 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.