

BANCA MIGROS



**PANORAMICA
MACRO-
ECONOMICA**

SETTEMBRE 2025

Acque turbolente

Indice

03 In sintesi

Disincantamento

04 Congiuntura

Tempi burrascosi per l'Europa

05 Politica monetaria

Tutti gli occhi puntati sulla Fed

06 Tassi d'interesse

In primo piano i rischi di bilancio

07 Valute

Il franco: un faro nel mare in tempesta

Disincantamento

Nelle ultime due edizioni della «Panoramica macroeconomica» ci siamo concentrati soprattutto sugli Stati Uniti. La volubilità di Donald Trump e la sua altrettanto instabile politica commerciale e doganale hanno attirato anche la nostra attenzione. Allontanando tuttavia la prospettiva da Trump si scopre qualcosa di notevole: fino a questo momento l'economia statunitense ha resistito a tutte le previsioni pessimistiche e, sebbene la situazione sul mercato del lavoro mostri segni di raffreddamento, non si sono verificate né la prevista spinta inflazionistica né la recessione temuta da molti analisti. Ci si attende invece una crescita estremamente solida anche per il trimestre in corso. Quindi, a quanto pare, chi è dato per spacciato non solo vive più a lungo, ma gode addirittura di una salute robusta.

L'Europa è ben lontana da questa solidità, lo si vede già nelle tre economie maggiori: la Germania non riesce a uscire dalla crisi nemmeno con il nuovo governo, la Francia è (ancora una volta) di fronte alla paralisi politica e l'Italia non supera la crescita debole neppure con il governo Meloni, inaspettatamente stabile.

A questo si aggiunge lo sgomento causato dalla controversia doganale con gli Stati Uniti.

Sembra che sul concetto di «deal» le opinioni siano piuttosto divergenti, resta però il fatto che sull'interpretazione è Washington e non l'Europa ad avere la meglio, a causa dei rapporti di potere economici e militari.

Una controversia doganale che potrebbe inspirarsi ulteriormente, spese astronomiche per la difesa in un contesto di sovraindebitamento spesso dilagante e una debolezza strutturale della crescita: anche i mercati finanziari futano la possibilità di una violenta tempesta. Solo così si spiega il fatto che i premi di rischio in Europa sono tornati ai livelli della crisi dell'euro.

Tornano quindi ad aumentare i timori di una prova del nove per l'Unione monetaria. Nelle prossime pagine non riusciremo forse a dissiparli, ma quantomeno a spiegarli.

Vi auguro in questo senso una lettura distesa e illuminante.



Santosh Brivio

Senior Economist

Congiuntura

Il contesto congiunturale è tuttora difficile per la Svizzera. L'Europa continua ad arrancare e i dazi pesano negli scambi con gli Stati Uniti che, dal canto loro, registrano una crescita robusta.

Tassi d'interesse

All'estero tornano in primo piano i rischi di bilancio. Nell'eurozona, le preoccupazioni per le finanze pubbliche spingono verso l'alto i tassi d'interesse, mentre in Svizzera regna la calma.

Politica monetaria

A settembre non prevediamo una riduzione dei tassi d'interesse. Nonostante le aspettative del mercato la Fed probabilmente aspetterà, restando così fedele all'approccio basato sui dati.

Valute

Nei periodi di incertezza, il franco svizzero è e resta una valuta ambita, di conseguenza, nel prossimo futuro non perderà la sua forza nei confronti dell'euro e del dollaro USA.

Tempi burrascosi per l'Europa

Sui mercati dei capitali cresce la preoccupazione per l'Europa: vi è sempre più consapevolezza dell'aumento incontrollato dell'indebitamento, che va di pari passo con una congiuntura rallentata di cui ormai da tempo risente anche la Svizzera.

Lo sguardo in prospettiva verso gli **Stati Uniti** delinea ambiguità: da un lato, si moltiplicano le azioni dell'amministrazione Trump, discutibili dal punto di vista normativo a partire dalle decisioni presidenziali sul personale della Fed, alla nazionalizzazione parziale (Intel) e alla «partecipazione agli utili forzata» (Nvidia), fino al licenziamento di alti funzionari sgraditi: le fondamenta degli Stati Uniti in quanto economia liberale *per eccellenza* si stanno sgretolando a vista d'occhio.

Dall'altro lato, l'America non ha smesso di essere la locomotiva della crescita del mondo (occidentale) e la politica doganale di Donald Trump non si è (ancora?) trasformata in un boomerang. Il fallimento del trimestre iniziale si è rivelato un'anomalia e l'economia statunitense è tornata a fiorire al più tardi con la crescita realizzata nel secondo trimestre. Nonostante il raffreddamento del mercato del lavoro, non si delinea alcun crollo e gli Stati Uniti dovrebbero concludere l'anno in corso con una crescita di almeno l'1,7%.

Una crescita del genere l'**Europa** può solo sognarla. Al di qua dell'Atlantico si lotta con persistenti problemi strutturali e normativi che frenano la crescita. Il peso massimo Germania, un tempo locomotiva d'Europa, non riesce a superare la stagnazione economica che dura ormai da tre anni. A ciò si aggiunge il fatto che la Francia si dirige nuovamente verso una paralisi politica che rende perlopiù impraticabili le opportunità di attuare le necessarie riforme. Questo aggrava la già precaria situazione di bilancio della «Grande Nation» europea, che d'altra parte è in buona compagnia: ormai, infatti, non è solo il debito pubblico dell'Italia (circa il 135% del PIL) a destare preoccupazione. I criteri di Maastricht sono inefficaci e la volontà di austerità è un ricordo di

un'epoca passata. Si tende invece a «pensare in grande» e si spendono tanti miliardi aggiuntivi per la transizione energetica e la difesa. Si tratta di un crescente problema che, dato l'indebolimento congiunturale, pesa sempre più anche sui mercati finanziari. I premi di rischio sui titoli di Stato sono tornati su larga scala ai livelli della crisi dell'euro del 2010. Anche se non ci attendiamo a breve una nuova prova del nove, le preoccupazioni nei mercati dei capitali sono espressione del fatto che l'impalcatura europea sta scricchiolando parecchio.

La **Svizzera** percepisce gli scricchiolii già da tempo, perché il nostro commercio estero è sotto pressione fin da prima dell'introduzione dei dazi. Il franco forte e la congiuntura europea rallentata impediscono gli impulsi urgentemente necessari. Anche in autunno la situazione resterà invariata. L'economia locale resta abbandonata a sé stessa e di conseguenza la domanda interna riveste un'importanza fondamentale. Poiché tuttavia quest'ultima si mantiene robusta, pensiamo che il rischio di una vera e propria recessione sia esiguo. Una crescita annua di circa l'1,5% è un traguardo tuttora realistico, ma al di sotto del potenziale. Tuttavia, con i dazi statunitensi, le incertezze per l'importante settore farmaceutico e le avversità che incombono sull'Europa, la speranza di un incremento della crescita resta attualmente illusoria. I tempi burrascosi per l'Europa non sembrano riguardare direttamente la Svizzera, ma sicuramente non la favoriscono.



Santosh Brivio
Senior Economist

Tutti gli occhi puntati sulla Fed

A settembre riprendono le riunioni delle banche centrali, ma non prevediamo una riduzione dei tassi d'interesse. Poiché questo si discosta dalle aspettative nei confronti della Fed, potrebbe causare inquietudine sui mercati finanziari.

Le aspettative del mercato sono chiare: dopo una lunga pausa, il 17 settembre la **Fed** dovrebbe ridurre il tasso di riferimento. Al Simposio delle banche centrali di Jackson Hole dello scorso agosto, il presidente della Fed Jerome Powell ha spalancato la porta a un taglio dei tassi d'interesse, dichiarando che a breve potrebbe essere opportuno reagire al raffreddamento del mercato del lavoro statunitense con un allentamento della politica monetaria. Anche se nel Federal Open Market Committee (FOMC) crescono le opinioni discordanti, riteniamo per vari motivi che a settembre la banca centrale USA manterrà una posizione attendista.

In primo luogo, la situazione congiunturale non rende necessario intervenire urgentemente, in quanto la crescita economica resta straordinariamente robusta e l'inflazione comincia gradualmente a mostrare i primi effetti della politica doganale. In secondo luogo, il mercato del lavoro sta tornando alla normalità dopo un lungo periodo di surriscaldamento, il che potrebbe porre la Fed di fronte a un difficile esercizio di equilibrio tra i suoi obiettivi. In terzo luogo, nonostante l'elevato livello dei tassi d'interesse sono migliorate le condizioni di credito: le emissioni sul mercato delle obbligazioni societarie sono elevate, gli spread creditizi sono contenuti e la disponibilità di crediti bancari è alta. Infine, è in gioco la credibilità della Fed, che vorrebbe rimanere fedele al suo approccio basato sui dati senza cedere al pressing del presidente degli Stati Uniti. A fine ottobre la Fed spera di ottenere maggiore chiarezza sull'impatto della politica tariffaria statunitense sull'ulteriore innalzamento dell'inflazione e sull'occupazione.

La Banca nazionale svizzera (**BNS**) ha già esaurito il margine di manovra convenzionale, riducendo allo 0% i tassi d'interesse lo scorso giugno. Il tasso

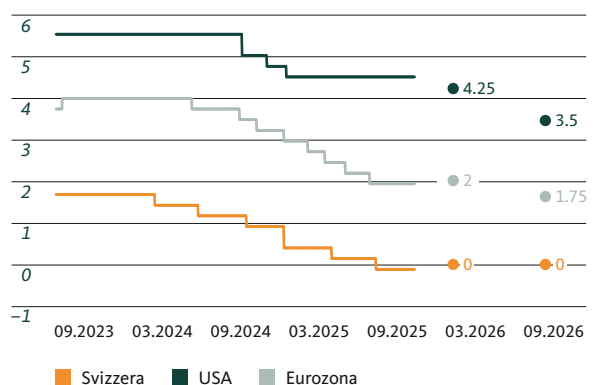
d'inflazione è ora tornato in linea con le previsioni inflazionistiche interne della BNS. Tuttavia, sono pochi gli strumenti a disposizione per indebolire il franco e sostenere l'economia orientata alle esportazioni. Anche con un tasso di riferimento negativo, la BNS non può contrastare le forze di mercato e causerebbe quindi solo danni collaterali senza praticamente influenzare il suo obiettivo. Gli interventi sul mercato valutario sono effettuabili solo in modo circoscritto, poiché un provvedimento su larga scala potrebbe comportare rischi a livello di politica e di bilancio.

Nell'eurozona, la Banca centrale europea sta spostando l'attenzione dall'inflazione, finalmente sotto controllo dopo una lunga lotta, alla congiuntura economica stagnante. A nostro avviso, la BCE non allenterà subito ulteriormente la politica monetaria, poiché i tassi di riferimento si trovano già adesso sul limite inferiore del territorio neutrale. Pensiamo invece che un'ulteriore riduzione sarebbe opportuna solo nel momento in cui i dati dovessero confermare il rallentamento economico.

In autunno la Fed ricomincerà a tagliare i tassi

Le nostre previsioni sui tassi di riferimento, in %

Fonti: Bloomberg, Banca Migros



Valentino Guggia

Economist

In primo piano i rischi di bilancio

Mentre i tassi d'interesse svizzeri sono in fase di stallo, nell'eurozona soffiano venti di burrasca: i rendimenti dei titoli europei mostrano una tendenza al rialzo e la Francia sta attraversando una crisi politica.

Dopo l'introduzione dei massicci dazi statunitensi sulle esportazioni svizzere, la curva dei rendimenti dei **titoli di Stato svizzeri** si è spostata verso il basso praticamente per tutte le scadenze. Nelle ultime settimane il livello dei rendimenti è rimasto stabile, il che vuol dire che la valutazione degli investitori non è sostanzialmente diversa sia per quanto riguarda la politica della BNS (a breve), sia per i rischi economici e di politica finanziaria (sul lungo periodo). Nei prossimi mesi i tassi d'interesse sul mercato dei capitali svizzero dovrebbero rimanere in un intervallo ristretto con andamento orizzontale.

Il rendimento dei **titoli di Stato USA** a lungo termine è tuttora ben sostenuto e si colloca al di sopra del 4%. Persistono le preoccupazioni per il rapido aumento del debito pubblico e per le conseguenze congiunturali e strutturali della politica commerciale protezionistica, che frenano un netto calo dei rendimenti. Attualmente il mercato sta scontando un'ulteriore aggressiva riduzione dei tassi d'interesse da parte della Fed. A nostro parere, queste aspettative sono eccessive. Ci si può attendere una battuta d'arresto qualora la decisione della Fed fosse in contrasto con il sentiment del mercato. Oltre a questo, sono probabili reazioni nervose anche nel prossimo futuro, date le tensioni sul mercato a causa della politica statunitense. Per il resto dell'anno ipotizziamo una leggera flessione dei tassi d'interesse dei titoli di Stato americani.

Anche nell'eurozona vi è tensione per quanto riguarda le preoccupazioni sul bilancio pubblico dei singoli Stati membri. I tassi d'interesse si sono completamente svincolati dall'andamento dei tassi di riferimento della BCE e continuano a salire. A risentirne sono in particolare i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi, che da diversi mesi tendono al rialzo. Gli investitori chiedono un premio di rischio

più elevato, non solo in ragione degli investimenti finanziati dal debito nelle infrastrutture e nella difesa, ma anche a causa della garanzia implicita per i trasgressori del bilancio dell'Unione monetaria, tra cui c'è la Francia. Il debito pubblico francese ammonta a 3300 miliardi di euro e il Paese continua a registrare disavanzi elevati.

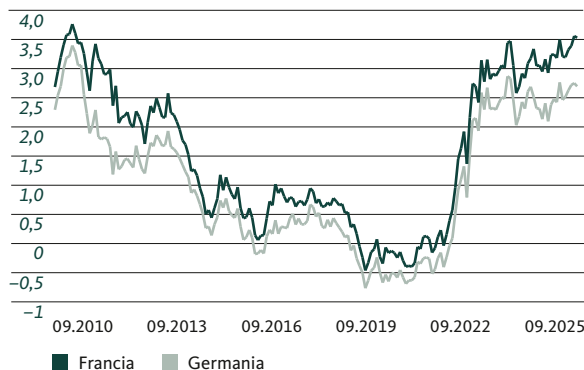
Il primo ministro Bayrou intendeva per tale motivo approvare un grande pacchetto di austerità che avrebbe comportato aumenti delle tasse e tagli alla spesa, ma non ha ottenuto la maggioranza in Parlamento. Dopo il voto di sfiducia, il primo ministro ha così dovuto dimettersi. I problemi di bilancio, tuttavia, restano.

Rimangono anche le prospettive di una crisi finanziaria, pertanto i mercati finanziari scontano un premio di rischio più elevato. In futuro, la BCE potrebbe acquistare dei Bons du Trésor nell'ambito del Transmission Protection Instrument (TPI) al fine di frenare l'aumento dei rendimenti. In tal caso, tuttavia, gli investitori potrebbero cercare maggiormente di compensare i rischi nei Paesi più stabili della zona euro.

Rendimenti francesi ai massimi dalla crisi dell'euro

Rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni, in %

Fonti: Bloomberg, Banca Migros



Valentino Guggia

Economist

Il franco: un faro nel mare in tempesta

La fiducia degli investitori nel franco è incrollabile, lo dimostra il fatto che la solidità della moneta nazionale svizzera tiene testa sia alla Banca nazionale svizzera sia ai venti congiunturali avversi.

Esiste qualcosa che potrebbe far vacillare il **franco svizzero**? Sì, è probabile. Ma, nell'ambito di un ragionamento realistico, non si trova nulla in tutta fretta. Il mondo intero e anche la Banca nazionale svizzera (BNS) non riescono a spuntarla con la nostra valuta.

Sei tagli dei tassi per un totale di 175 punti base in meno di un anno e mezzo? La moneta nazionale svizzera se li è scrollati di dosso come fossero insetti fastidiosi. Rispetto all'**euro**, il franco finora non ha mostrato neppure un cenno di debolezza. Come se non bastasse, poi, dalla prima riduzione dei tassi d'interesse da parte della BNS (a marzo 2024), la nostra valuta è aumentata addirittura di circa il 3,1%, sebbene il differenziale rispetto al tasso sui depositi della BCE si sia ridotto solo marginalmente.

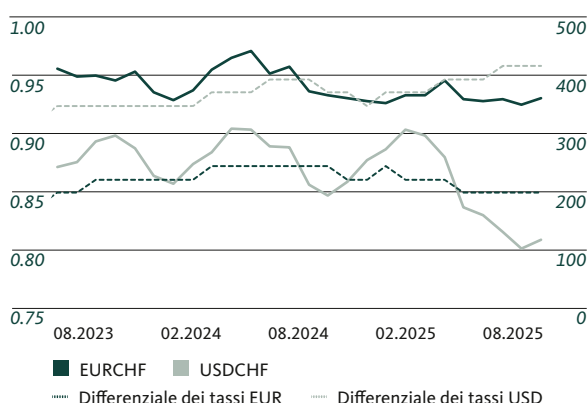
Il confronto con il **dollaro statunitense** è addirittura più impressionante. Rispetto al biglietto verde, finora il franco ha guadagnato terreno per oltre il 10%, nonostante il differenziale tra il tasso di riferimento locale e quello americano sia aumentato di 75 punti base a favore della Fed.

Questo dimostra che il franco svizzero non solo non risente dei tentativi di indebolimento della politica monetaria, ma tende anche a essere immune alle avversità economiche. Dazi doganali, indebolimento della domanda internazionale o addirittura una combinazione delle due cose: sul franco tutto sembra rimbalzare.

Per il settore delle esportazioni svizzero (e quindi anche per l'economia elvetica), questa resilienza non è affatto una benedizione, poiché una valuta forte fa aumentare i prezzi dei prodotti che la Svizzera esporta sui mercati mondiali.

Tuttavia, per il momento, le imprese orientate all'esportazione devono essere in grado di confrontarsi con questo svantaggio concorrenziale, dal momento che il franco deve la sua forza alla stabilità istituzionale e alla solidità finanziaria della Svizzera. Tra l'altro, in un contesto congiunturale e/o degli investimenti internazionale caratterizzato da incertezze e venti contrari, questa attrattiva fondamentale conferisce ancora più forza. Visto che attualmente non si profilano cambiamenti né nell'impegnativo contesto attuale né nelle caratteristiche istituzionali e finanziarie della Svizzera, prevediamo che il franco mantenga la sua solidità rispetto sia all'euro che al dollaro, rimanendo quindi un faro nel mare in tempesta.

Il franco si apprezza nonostante l'elevato differenziale dei tassi
Corso di cambio e differenziale dei tassi (scala di destra, in punti base)
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

5 settembre 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.