BANCA MIGROS



PANORAMICA MACRO-ECONOMICA

MAGGIO 2025

È ora di negoziare

Indice

03 **In sintesi**

Solo una tattica negoziale?

04 **Congiuntura**

Fase di transizione

05 **Politica monetaria**

Tra immobilismo e obbligo di agire

06 **Tassi d’interesse**

Previsioni sui tassi d’interesse inferiori allo zero

07 **Valute**

La politica dei dazi determina il corso del dollaro

In sintesi

Solo una tattica negoziale?

La stagione dei negoziati è iniziata. Il Regno Unito è stato il primo a rompere il ghiaccio. A seguire la Cina, un Paese che ha raccolto il guanto di sfida lanciato dagli Stati Uniti e ha imposto dazi sempre più elevati, provocando un'escalation. Nel frattempo anche la Svizzera ha avuto modo di incontrare rappresentanti di alto rango del governo statunitense.

Nasce così il sospetto che l'intera vicenda del Liberation Day sia stata in realtà una tattica negoziale volta a esercitare forti pressioni sulla controparte per costringerla a cedere. È quanto ha lasciato intendere il Ministro delle Finanze americano Scott Bessent che, dopo l'annuncio della riduzione temporanea dei dazi nei confronti della Cina, ha dichiarato che l'obiettivo non è mai stato quello di interrompere gli scambi commerciali – cosa inevitabile con tariffe del 145% – bensì quello di giungere a un sistema di commercio più equilibrato; un obiettivo, questo, che può essere meglio compreso.

Tuttavia, questa tattica non è priva di effetti collaterali. Gli shock sui mercati finanziari lasciano il segno: anche se la volatilità sui mercati azionari è tornata a livelli più bassi e i mercati azionari europei sono riusciti a recuperare le perdite subite a inizio aprile, i mercati dei capitali e delle valute rimangono vigili.

Le prossime settimane ci mostreranno in quale direzione si svilupperà la controversia doganale. Data la resistenza dei mercati e delle figure chiave dell'economia statunitense, sembra improbabile che Trump mantenga la sua linea rigorosa al termine della pausa tariffaria di 90 giorni.

In attesa di nuove, vi auguro una buona lettura



Valentino Guggia
Economist

Congiuntura

Nonostante la sospensione, i dazi statunitensi continuano a offuscare le prospettive economiche. In Svizzera, la tendenza al rialzo dei prezzi sta gradualmente diminuendo.

Tassi d'interesse

Il mercato obbligazionario statunitense osserva e mette in guardia dalle politiche del governo degli Stati Uniti. In Svizzera, si prevedono di nuovo tassi d'interesse negativi.

Politica monetaria

La Fed non sta effettuando un taglio preventivo dei tassi e attende i dati che mostrino l'impatto dei dazi. In Svizzera, cresce la pressione autoimposta sulla BNS affinché agisca.

Valute

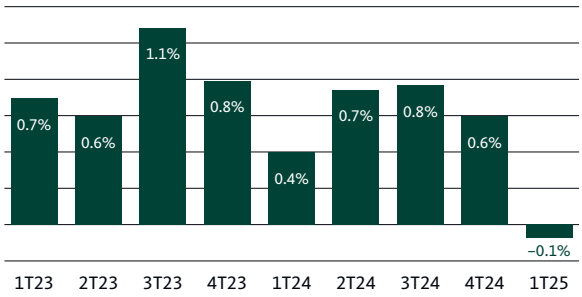
I dazi hanno accentuato l'indebolimento del dollaro. Il franco svizzero è richiesto come moneta di crisi e tende quindi a rafforzarsi.

Fase di transizione

Nonostante i primi annunci positivi relativi ai negoziati sui dazi, l'incertezza sull'evoluzione e sugli effetti della politica tariffaria statunitense rimane elevata e grava sulle prospettive congiunturali.

I dazi punitivi non erano ancora entrati in vigore che stavano già facendo sentire i loro effetti. Questo è quanto emerge dai dati sulla crescita economica **statunitense**. Nel primo trimestre del 2025 la crescita del PIL ha subito una brusca frenata d'arresto. Dopo molti trimestri caratterizzati da una crescita sostenuta, all'inizio dell'anno si è registrato un leggero calo dello 0,1% rispetto al trimestre precedente. Il rallentamento della crescita è in gran parte dovuto al notevole aumento delle importazioni di merci, che influiscono negativamente sul PIL. A causa delle incertezze che aleggiavano allora sui piani tariffari di Trump, molte aziende hanno agito in modo preventivo riempiendo i propri magazzini. In linea con questo dato, lo scorso marzo il deficit commerciale è salito a un livello record di 140 miliardi di dollari.

Frenata d'emergenza!
Variazione del PIL reale rispetto al trimestre precedente
Fonti: Bureau of Economic Analysis, Banca Migros



Gli effetti una tantum stanno rallentando la crescita economica ed è ancora troppo presto alludere a una recessione. Anche se il quadro congiunturale è peggiorato, in linea di massima i dati sui consumi privati e sul mercato del lavoro non indicano un imminente crollo. I dati empirici emersi dai sondaggi mostrano un quadro diverso: da aprile, i piani aziendali e di investimento, così come il clima di fiducia dei consumatori, hanno subito un crollo, mentre sono aumentate le previsioni sull'inflazione. Analogamente alla Fed, teniamo conto di questi dati, che spesso sono solo un'istantanea temporanea, ma per le nostre decisioni ci affidiamo ai dati concreti e basati sui fatti. Rimaniamo fedeli alla nostra valutazione secondo cui l'economia statunitense non scivolerà in una recessione.

Dopo la Gran Bretagna e la Cina, toccherà all'UE e alla Svizzera negoziare con gli Stati Uniti. Sia nel nostro Paese che nell'UE si prevede un primo trimestre positivo nel 2025 e una crescita economica contenuta grazie all'aumento delle esportazioni. Nell'**eurozona** ci vorrà del tempo prima che i pacchetti di investimenti annunciati dall'UE e dalla Germania vengano gradualmente attuati e abbiano un effetto sulla crescita economica.

La dipendenza di un'economia piccola e aperta come quella **svizzera** dal commercio estero fa sì che al momento manchino le condizioni quadro per una crescita economica di rilievo. La debolezza della domanda estera, a parte la corsa alle importazioni da parte degli Stati Uniti, è ulteriormente penalizzata dalla forza del franco. È proprio la forza della valuta svizzera, insieme al crollo del prezzo del petrolio, ad aver contribuito in modo decisivo all'ulteriore calo dell'inflazione allo 0% in aprile. Nell'attuale ciclo economico non sembrano esserci fattori in grado di invertire la tendenza disinflazionistica.



Valentino Guggia
Economist

Tra immobilismo e obbligo di agire

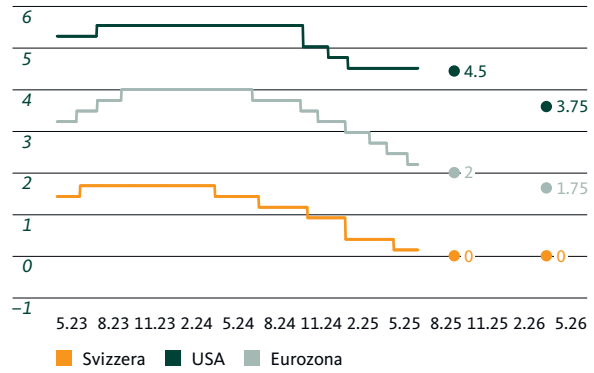
Al momento, la situazione delle principali banche centrali è eterogenea: mentre la Fed temporeggia in attesa di ulteriori dati, la pressione autoimposta sulla BNS aumenta a causa dell'andamento dei prezzi.

La **Fed** non si è **lasciata** mettere sotto pressione dalle insistenti richieste di Trump di abbassare i tassi d'interesse e, a maggio, ha deciso di lasciare invariato il tasso di riferimento nella fascia tra il 4,25% e il 4,50%. I dati economici concreti già disponibili erano troppo numerosi per determinare una ripresa del ciclo di riduzione dei tassi d'interesse. La banca centrale ha così sottolineato la sua indipendenza e messo in guardia dal crescente rischio di stagflazione negli Stati Uniti. La politica dei dazi, a seconda di come e con quali tariffe sarà effettivamente attuata, può provocare ampi aumenti dei prezzi e un rallentamento congiunturale. In virtù del suo duplice mandato – assicurare la stabilità dei prezzi e massimizzare l'occupazione – la Fed potrebbe dover portare a termine un impegnativo esercizio di bilanciamento nel corso dell'anno, poiché l'impatto della politica tariffaria richiederà una politica monetaria che si muova in direzioni diverse. Riteniamo che il potenziale di riduzione per i prossimi 12 mesi sia limitato.

In Europa, invece, la **BCE** sta procedendo speditamente con i tagli dei tassi d'interesse. Qui, non c'è traccia del dilemma americano: grazie al calo dei prezzi del petrolio e all'apprezzamento dell'euro, la BCE ritiene che i rischi di un ritorno dell'inflazione siano bassi e sta promuovendo la ripresa economica. Dopo sei tagli consecutivi, prevediamo che ora la BCE toglierà il piede dall'acceleratore per quanto riguarda il ritmo dei prossimi tagli. Nell'arco dell'anno, la BCE ridurrà ancora due volte i tassi di riferimento fino al limite inferiore della fascia neutrale dell'1,75%.

La **BNS**, dal canto suo, continuerà ad agire, poiché i rischi d'inflazione sono orientati al ribasso. In aprile, l'inflazione si è arrestata in seguito al calo dei prezzi delle importazioni dovuto al tasso di cambio. Altri fattori, come ad esempio il calo dei prezzi dell'energia e la riduzione del tasso di riferimento per gli affitti, determinano un'erosione dei prezzi anche in Svizzera. Considerata la nota intransigenza della BNS in materia di stabilità dei prezzi, per giugno prevediamo un ulteriore taglio dei tassi d'interesse di 25 punti base allo 0%. È difficile dire se questa riduzione indebolirà il franco in modo efficace e duraturo, poiché la sua forza è riconducibile a motivi che sfuggono al controllo della BNS. Le probabilità di un ritorno dei tassi d'interesse negativi sono quindi aumentate, ma questo non rientra ancora nel nostro scenario di base.

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





Valentino Guggia
Economist

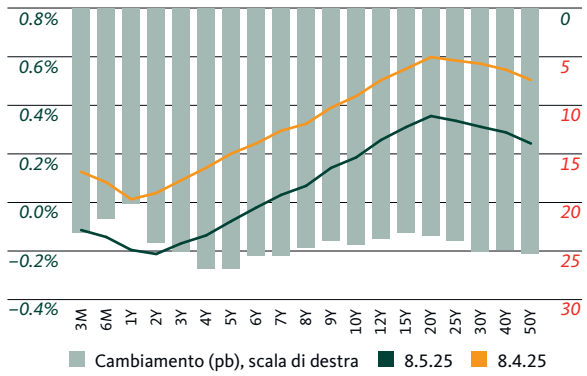
Previsioni sui tassi d’interesse inferiori allo zero

In Svizzera il livello dei tassi a breve termine è in netto calo, mentre il mercato dei capitali statunitense continua a fungere da cane da guardia della controversa politica di Trump. Così il livello dei tassi rimane elevato.

Ci risiamo! Per lo meno se si considerano le aspettative del mercato per il tasso di riferimento in **Svizzera**. Nel giro di un mese, la curva dei rendimenti svizzera si è spostata parallelamente verso il basso di quasi 25 punti base. Una maggiore avversione al rischio da parte degli investitori attira capitali sul mercato svizzero, spingendo al ribasso i rendimenti. Da alcune settimane gli operatori di mercato prevedono un imminente ritorno dei tassi d’interesse negativi. L’ennesima impennata del franco svizzero, registrata ad aprile, e l’inflazione allo 0% indurranno la BNS molto probabilmente a ridurre il tasso di riferimento allo 0% nella prossima riunione di giugno. Un ulteriore intervento sotto lo zero deve essere ben valutato, poiché avrebbe un impatto notevole sui mercati dei capitali, con conseguenze incerte per l’indebolimento del franco.

I tassi negativi non sono più tabù sul mercato
Curva dei tassi dei titoli di Stato svizzeri

Fonti: Bloomberg, Banca Migros



In **Europa**, lo shock dei dazi è temporaneamente passato e i rendimenti sono leggermente diminuiti rispetto ai livelli immediatamente successivi al Liberation Day. Nonostante i numerosi tagli dei tassi di riferimento, il rendimento dei titoli di Stato tedeschi a 10 anni è allo stesso livello di 12 mesi fa.

Questo mostra che gli operatori di mercato richiedono un premio di rischio più elevato a causa dei pacchetti di investimenti legati al debito in Germania e nell’Unione europea, con il conseguente allentamento dei requisiti in materia di disciplina di bilancio.

Sull’altra sponda dell’Atlantico, la tensione sul mercato dei capitali rimane alta. Dopo un primo calo in occasione del Liberation Day, il rendimento dei **Treasury statunitensi** a 10 anni è salito bruscamente e da allora è rimasto al di sopra del 4,3%. Essendo il mercato dei capitali statunitense considerato una sorta di barometro delle apprensioni, questo 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. Infine, ma non meno importante, una parte consistente dei titoli di Stato statunitensi è nelle mani di investitori stranieri, che nelle trattative sui dazi potrebbero minacciare vendite massicce e quindi un aumento dei tassi. Per questi motivi, riteniamo che i tassi d’interesse rimarranno a un livello elevato.



Valentino Guggia
Economist

La politica dei dazi determina il corso del dollaro

La sospensione temporanea dei dazi punitivi non ha aiutato il dollaro a riconquistare completamente la fiducia perduta. In questo contesto di granze incertezza, il franco svizzero continua a essere richiesto.

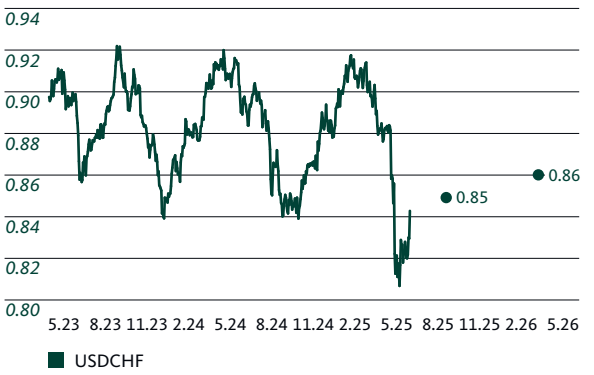
Il franco beneficia della sua qualità di bene rifugio e a seguito dell'inasprimento del conflitto sui dazi si è nettamente apprezzato nei confronti del **dollaro USA**. Di recente, la prospettiva di accordi sui dazi con la Cina e altri importanti partner commerciali ha leggermente ridotto la pressione sul dollaro. Tuttavia, la fiducia è minata dall'imprevedibilità, il che depone a favore di un netto movimento al ribasso.

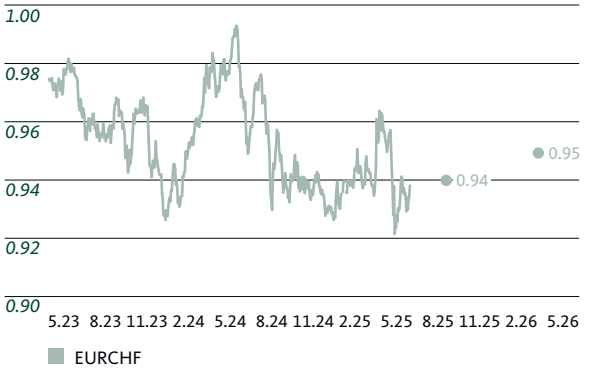
L'attuale andamento del cambio rispetto all'**euro** è dovuto piuttosto all'apprezzamento individuale di entrambe le valute rispetto al dollaro. Il movimento al rialzo della moneta comune è stato meno pronunciato rispetto a quello del franco svizzero, favorendo così il recentissimo apprezzamento della valuta nazionale svizzera nei confronti dell'euro. Considerato che la BNS si opporrà a un ulteriore apprezzamento del franco, ci aspettiamo un movimento laterale.

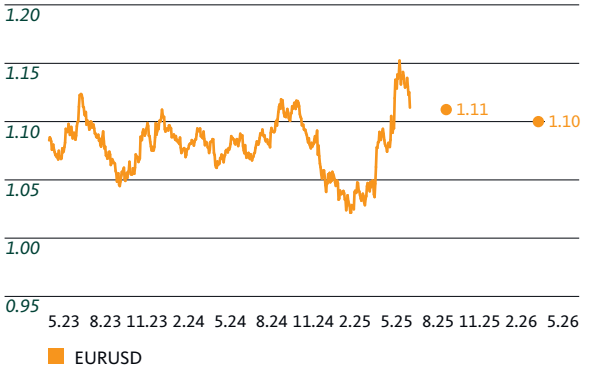
La perdita di fiducia influenza l'andamento della coppia di cambio **EUR/USD** nel breve termine. Mentre l'economia europea sta riprendendo slancio grazie a pacchetti finanziari miliardari, lo spettro della stagflazione che aleggia negli Stati Uniti, sta mettendo sotto pressione il dollaro. Il pessimismo, tuttavia, sembra essere stato un po' troppo prezzato.

Andamento e previsioni della Banca Migros

Fonti: Bloomberg, Banca Migros









Valentino Guggia
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
13 maggio 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.