

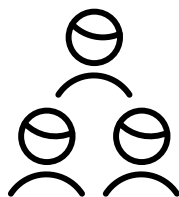


Monitor economico T1 2026

Scarse alternative al trend del debito
e alla forza del franco

**Editore: Raiffeisen Svizzera società cooperativa**

Raiffeisen Economic Research
Fredy Hasenmaile
Economista capo
The Circle 66
8058 Zurigo-Aeroporto

**Autori**

Domagoj Arapovic
Jonas Deplazes

Partecipazione

Fredy Hasenmaile

economic-research@raiffeisen.ch

**Chiusura di redazione**

27.02.2026

Altre pubblicazioni Raiffeisen

Qui è possibile abbonarsi alla presente pubblicazione
e ad altre pubblicazioni di Raiffeisen.

[Link diretto al sito web](#)



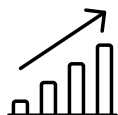
Editoriale e management summary

Editoriale

4

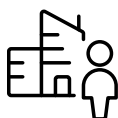
Management summary

5



Intrappolati nella spirale del debito

6



Esportazioni svizzere resistenti al franco forte

13



Conclusione

18

Care lettrici, cari lettori

Sia gli investitori che gli imprenditori farebbero bene a riconoscere i segnali ormai inequivocabili sullo scacchiere mondiale e a interpretare correttamente il preoccupante trend globale di indebitamento. A questa dinamica sono direttamente correlati gli eventi di particolare rilievo dello scorso anno, come il «colpo di maglio» dei dazi statunitensi o gli attacchi diretti all'indipendenza della banca centrale americana (Fed). Il debito pubblico di molti Paesi occidentali industrializzati ha raggiunto livelli che non possono più essere gestiti con misure «ordinarie».

Gli avvertimenti secondo cui questo percorso non è sostenibile restano in larga misura inascoltati. E i tentativi di invertire la tendenza falliscono, non da ultimo a causa della mancanza di un consenso sociale sulle misure di risparmio. Le crescenti tensioni sul piano geopolitico richiedono inoltre una maggiore spesa per la difesa, alimentando così ulteriormente la dinamica dell'indebitamento di natura strutturale. Di conseguenza, ormai da tempo è iniziata la ricerca di soluzioni alternative, per così dire «creative».

I dazi statunitensi non sono altro che il tentativo dell'amministrazione Trump di far pagare ai Paesi esteri il debito degli Stati Uniti, o quantomeno di mascherare il più possibile l'inevitabile onere per i consumatori interni. I dazi sono infatti, in sostanza, una tassa che colpisce principalmente i consumatori dei beni soggetti a tali tariffe doganali. Anche gli attacchi all'indipendenza della Fed vanno letti in questo contesto. Consapevole dell'impossibilità di arginare la dinamica del debito con strumenti convenzionali senza essere penalizzata alle urne, l'amministrazione Trump sta portando avanti contro la Federal Reserve un'azione con modalità finora senza precedenti. I segnali contingenti puntano con decisione in direzione della repressione finanziaria. Con tale espressione si intendono misure che alleggeriscono il bilancio pubblico a spese dei risparmiatori. Esse operano perlopiù attraverso una limitazione artificiale dei tassi nominali. I massicci programmi di acquisto di obbligazioni attuati dalle banche centrali negli anni 2010 sono stati funzionali tra l'altro a questo obiettivo, anche in Europa.

In questo «gioco sporco» si tratta, in definitiva, di stabilire chi indossa la camicia meno macchiata. Ma c'è anche una camicia che si distingue per il suo straordinario candore: quella della Svizzera. Grazie al freno all'indebitamento, la Svizzera non presenta infatti problemi sul fronte del debito pubblico. Ciò non significa peraltro che la Svizzera sia del tutto al sicuro. Da un lato, in un mondo in cui l'ordine basato su regole condivise è in declino, la Svizzera rischia di diventare essa stessa un bersaglio anche per gli Stati amici, per i quali l'allievo modello rappresenta una provocazione. Ancora più problematico è però il comportamento degli investitori che cercano di sfuggire alla repressione finanziaria e riscoprono le qualità «auree» del franco svizzero. In quest'ottica, alcuni analisti preconizzano ulteriori forti apprezzamenti della valuta elvetica. La probabilità che un simile scenario si concretizzi è scomodamente alta. Le imprese svizzere sono quindi chiamate a non sottovalutare i rischi di cambio e a gestirli attivamente, almeno nel breve termine. Ciò consente loro di disporre della necessaria sicurezza di pianificazione per continuare a specializzarsi nel lungo periodo in beni altamente differenziati e poco sensibili al prezzo, massimizzando così la propria indipendenza dall'andamento dei tassi di cambio.

Vi auguro una lettura piacevole e stimolante del nostro Monitor economico dedicato al trend dell'indebitamento.

Fredy Hasenmaile

Economista capo di Raiffeisen Svizzera

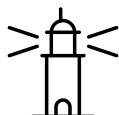
Intrappolati nella spirale del debito



Aumento strutturale: il debito pubblico globale è in costante aumento dagli anni '70 dello scorso secolo. Oggi i fattori principali sono gli sviluppi strutturali, come l'invecchiamento demografico e la forte crescita della spesa sociale. Le crescenti tensioni geopolitiche fanno inoltre lievitare le spese per la difesa.

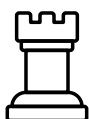


Spazi di manovra limitati: poiché molti Paesi hanno già un'elevata pressione fiscale, il potenziale di gettito aggiuntivo è esiguo. Un consolidamento fiscale su larga scala appare quindi poco realistico.



La Svizzera come porto sicuro: in questo contesto, la repressione finanziaria, ad esempio attraverso interventi normativi e bassi tassi di interesse reali, sta diventando lo strumento di stabilizzazione per eccellenza in molti Paesi. A lungo termine, tuttavia, ciò accrescerà la pressione al rialzo sul franco svizzero come moneta rifugio e ancora di potere d'acquisto.

Le esportazioni svizzere resistono alla forza del franco



Strutture adattabili: l'economia svizzera delle esportazioni è rimasta straordinariamente solida nonostante la forza della valuta nazionale. Questa dinamica è il risultato di un cambiamento strutturale a lungo termine verso beni ad alta intensità di conoscenza e di qualità elevata, difficilmente sostituibili.



Coinvolgimento eterogeneo: mentre i settori sensibili ai prezzi, come il vetro o l'ingegneria meccanica, stanno chiaramente risentendo della forza del franco svizzero, altri comparti come quello chimico-farmaceutico, la meccanica di precisione e l'alimentare stanno dimostrando una notevole capacità di resistenza. Tuttavia, la crescente concentrazione su pochi settori forti accresce la vulnerabilità verso gli shock settoriali.

Conclusione



Vantaggio competitivo attraverso la specializzazione: la Svizzera vanta una lunga tradizione di ricerca e innovazione. Università di livello assoluto, istituti specializzati e cluster high-tech contribuiscono in misura significativa alla competitività internazionale.



Implicazioni strategiche: La continua forza del franco svizzero e le incertezze globali stanno intensificando la pressione all'adattamento per le aziende esportatrici svizzere. Fattori decisivi a riguardo sono una specializzazione approfondita, il mantenimento della capacità di innovazione e una gestione professionale dei rischi di cambio. Le aziende che non impostano questo percorso strategico rischiano di essere travolte dal cambiamento strutturale.

Intrappolati nella spirale del debito

La sostenibilità dell'aumento incontrollato del debito pubblico mondiale è messa sempre più in discussione alla luce del crescente onere degli interessi. Risparmi rigorosi, in particolare a livello di spesa sociale, non sembrano avere al momento il sostegno della maggioranza. Praticamente, l'unica via d'uscita realistica rimane la repressione finanziaria, ossia la riduzione mirata dei tassi d'interesse reali, ad esempio attraverso l'acquisto di titoli di Stato da parte delle banche centrali. In questo scenario di base, il franco svizzero continua a rafforzarsi a livello internazionale come ancora del potere d'acquisto, mettendo la BNS davanti a una situazione difficile.

50 anni di dinamiche del debito globale

Dalla metà degli anni '70 dello scorso secolo il debito pubblico mondiale registra una tendenza costante all'aumento. In termini di tempistica, questa tendenza coincide con il crollo del sistema di Bretton Woods, il cui fulcro era la convertibilità in oro del dollaro statunitense e i tassi di cambio fissi rispetto alle altre valute. La scomparsa di questo ancoraggio e il passaggio a un sistema di moneta non convertibile in oro (c.d. *fiat money*) con tassi di cambio flessibili hanno reso più facile per gli Stati mantenere disavanzi di bilancio per periodi prolungati. L'apertura e l'approfondimento dei mercati internazionali dei capitali hanno inoltre semplificato rispetto al passato il finanziamento del debito.

Nei decenni successivi, l'aumento del debito pubblico non ha espresso un andamento lineare, bensì è stato caratterizzato da diversi picchi dovuti a scenari di crisi. Una prima, eclatante impennata si è verificata negli anni '90, in particolare in Giappone, dove lo scoppio della bolla dei prezzi degli asset patrimoniali ha innescato una crisi bancaria di lunga durata. In seguito, la crisi finanziaria globale e la pandemia da coronavirus sono state accompagnate da ampie misure di stabilizzazione fiscale, che si sono tradotte in un repentino aumento del debito. Dopo tali crisi, tuttavia, il rapporto debito/PIL in

genere non è più tornato ai livelli precedenti. Nei Paesi industrializzati, ad esempio, il debito pubblico è salito a oltre il 100% del PIL a seguito della crisi finanziaria globale. Sebbene in seguito i tassi di interesse siano rimasti molto bassi per un arco temporale molto esteso, non è stato possibile riportare il rapporto debito/PIL al di sotto di questo livello. Al di fuori delle grandi crisi, a sospingere il debito verso l'alto sono i continui deficit di bilancio strutturali. I principali fattori alla base del deficit cronico sono la crescente spesa sociale, che sta diventando sempre più difficile da finanziare a causa dell'invecchiamento demografico. L'ultima volta in cui i Paesi industrializzati hanno registrato un avanzo primario, ossia un saldo di bilancio positivo prima del pagamento degli interessi, risale a venti anni fa. Dalla fine del boom delle materie prime negli anni 2000, anche i Paesi in via di sviluppo scrivono praticamente solo cifre rosse.

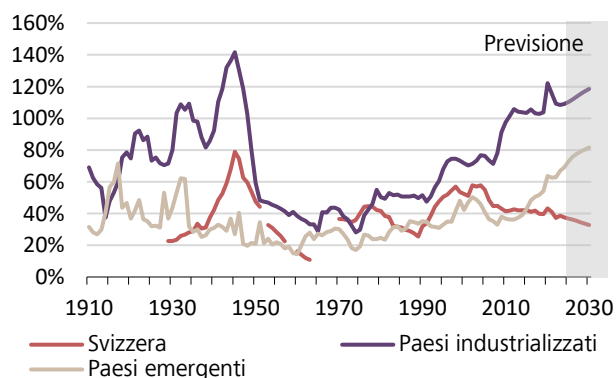
Il trend del debito prosegue

Finché la crescita del PIL supera in misura sufficiente l'onere effettivo degli interessi, è possibile ridurre il rapporto debito/PIL anche senza un avanzo primario. In molti Paesi la crescita economica è attualmente superiore al costo degli interessi. Tuttavia, i disavanzi primari rimangono troppo elevati per un'inversione di tendenza sostenibile nel rapporto debito/PIL.



Aumento globale del debito

Debito lordo del settore pubblico, in % del PIL

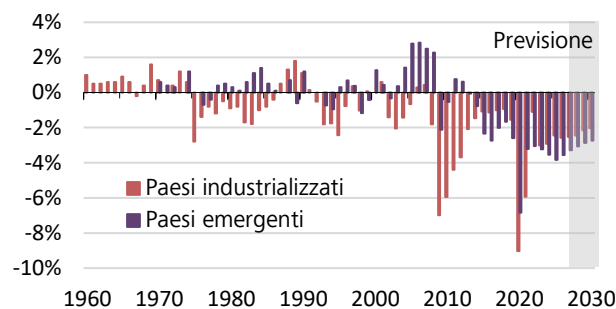


Fonte: FMI, Raiffeisen Economic Research



Disciplina di bilancio è ormai un ricordo

Saldo primario (saldo di bilancio al netto degli interessi), in % del PIL



Fonte: FMI, Raiffeisen Economic Research

Secondo il Fondo Monetario Internazionale (FMI), nei prossimi anni i deficit primari appaiono destinati a diminuire, ma nella maggior parte degli Stati il saldo primario rimarrà comunque probabilmente in territorio nettamente negativo, causando un ulteriore aumento del rapporto debito/PIL. Secondo le previsioni del FMI, il debito pubblico globale, che attualmente si aggira intorno al 95% del PIL mondiale, è destinato a salire a oltre il 100% entro la fine del decennio. Allo stesso tempo, il Fondo mette in guardia da significativi rischi di rialzo, poiché le previsioni sul debito formulate in passato si sono regolarmente rivelate troppo ottimistiche. Anche questa volta, dunque, le finanze pubbliche potrebbero subire una pressione maggiore del previsto. Il FMI sottolinea in particolare gli alti costi della transizione energetica, l'aumento dei requisiti di finanziamento per la politica di difesa e il rischio di ulteriori aumenti dei tassi di interesse sul mercato dei capitali.

Nuovi record – cause strutturalmente diverse

L'alto debito nazionale non è un fenomeno nuovo. Dopo la Seconda Guerra Mondiale, il rapporto debito/PIL degli Stati Uniti aveva raggiunto un livello altrettanto elevato di quello attuale. E, negli ultimi due secoli, nel Regno Unito il livello del debito ha superato per ben due volte la soglia del 250%. Si tratta di valori che superano persino l'odierno rapporto di indebitamento pubblico del Giappone.

Tuttavia, le attuali montagne di debito sono sostanzialmente diverse dai precedenti periodi di forte indebitamento. Non sono infatti il risultato di grandi guerre, ma la conseguenza di programmi di spesa a lungo termine. I fattori strutturali più importanti sono l'espansione

dello stato sociale, l'invecchiamento demografico nonché la spesa sanitaria in continuo aumento. A ciò si aggiungono ora spese per la difesa nettamente più sostenute a causa dei crescenti conflitti geopolitici. Anche il potenziale di ulteriori entrate statali è oggi significativamente inferiore. Nella maggior parte dei Paesi industrializzati, la pressione fiscale si trova già a un livello molto elevato, rendendo difficile un ulteriore aumento, soprattutto in molti Stati europei. Alla luce di queste condizioni quadro, una riduzione consistente e coerente del debito appare poco probabile. Realisticamente, la vera sfida consiste piuttosto nella stabilizzazione dei rapporti di indebitamento, evitandone un ennesimo aumento significativo.

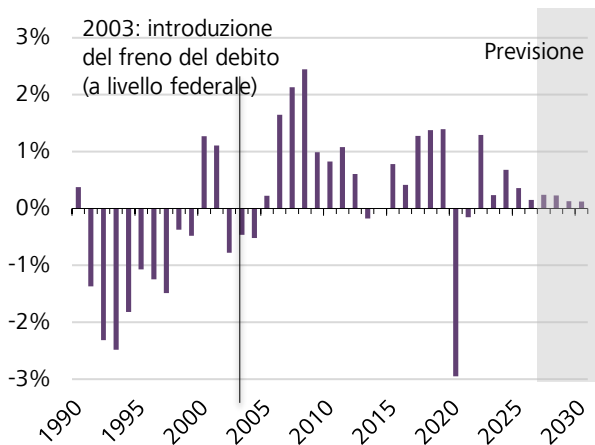
Caso speciale Svizzera

In Svizzera, la tendenza all'indebitamento è notoriamente molto meno pronunciata. Fino all'inizio del nuovo millennio, i deficit di bilancio e il debito pubblico si sono evoluti in una direzione simile a quella dell'estero. Da allora, tuttavia, il rapporto debito/PIL è diminuito costantemente. Il motivo è il freno all'indebitamento, introdotto a livello nazionale nel 2003, che obbliga la Confederazione a mantenere il bilancio in pareggio sull'arco di un intero ciclo economico. Allo stesso tempo, negli anni 2000 sono state inasprite anche le regole fiscali nei Cantoni e nei Comuni. La Svizzera e la sua valuta sono state considerate un porto sicuro per gli investitori fin dalla Prima Guerra Mondiale, grazie alla stabilità politica ed economica. Con lo sganciamento dall'andamento del debito a livello internazionale, si è ulteriormente consolidato il ruolo del franco svizzero come ancora del potere d'acquisto e moneta rifugio.



Finanze pubbliche svizzere stabili

Saldo primario in % del PIL, inclusi Cantoni e Comuni

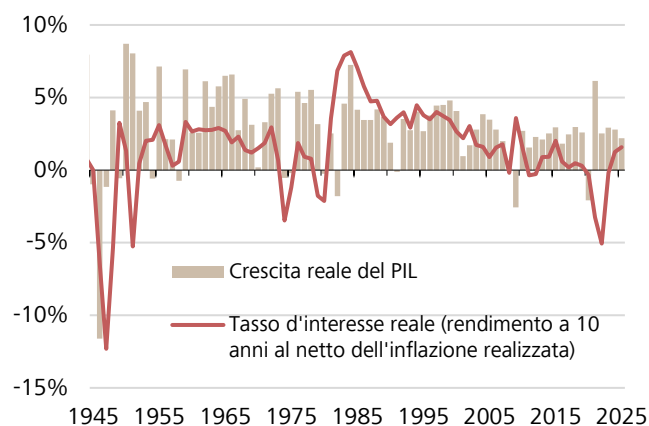


Fonte: FMI, Raiffeisen Economic Research



Crescita degli Stati Uniti perlopiù superiore ai tassi di interesse

Tasso di interesse reale basato sul rendimento a 10 anni



Fonte: Fed, Università di Yale, Raiffeisen Economic Research

Strategie di stabilizzazione

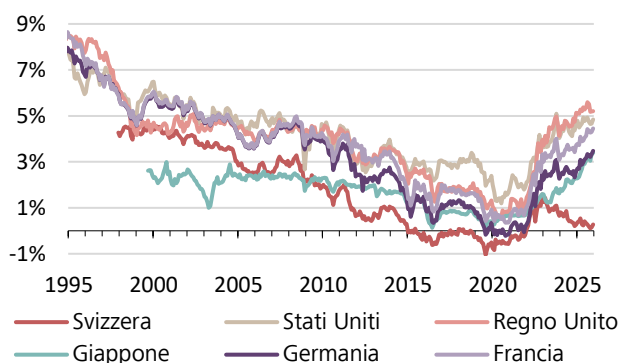
Tranne che nelle situazioni di crisi acuta del debito, l'aumento del debito estero non si traduce necessariamente in un immediato rafforzamento del franco. Per l'andamento dei tassi di cambio a lungo termine è decisivo se e come il debito è reso sostenibile. Se i mercati valutari si attendono che il rapporto debito/PIL venga stabilizzato principalmente attraverso una crescita economica reale o severi tagli di bilancio, la pressione al ribasso nei confronti del franco svizzero tende a diminuire. Se invece gli operatori di mercato ipotizzano una repressione finanziaria, incombe un apprezzamento strisciante del franco svizzero destinato a protrarsi per anni. In tale novero rientrano misure che alleggeriscono il bilancio pubblico a spese dei risparmiatori. In passato, ad esempio, i tassi di interesse nominali sono stati mantenuti artificialmente bassi. Nel secondo dopoguerra sono stati utilizzati a questo scopo i tetti dei tassi d'interesse e le restrizioni ai movimenti di capitale. Nella storia finanziaria più recente, i programmi di acquisto di obbligazioni delle banche centrali hanno avuto lo stesso effetto, anche se non sono stati introdotti in prima battuta per finanziare lo Stato. La repressione finanziaria può inoltre operare anche in modo implicito se la banca centrale tollera un'inflazione più elevata e i tassi di interesse reali scendono di conseguenza.

La sola crescita probabilmente non è sufficiente

Nel secondo dopoguerra, caratterizzato da una forte crescita demografica e da notevoli progressi nella produttività, la crescita del PIL ha apportato un contributo significativo alla riduzione del debito pubblico. In uno scenario ottimistico, i progressi nel campo dell'intelligenza artificiale potrebbero fornire un simile sollievo in futuro. Al momento attuale, tuttavia, la questione è ancora incerta e completamente aperta.

I tassi di interesse a lungo termine aumentano in modo significativo

Rendimento dei titoli di Stato con scadenza a 30 anni



Fonte: LSEG, Raiffeisen Economic Research

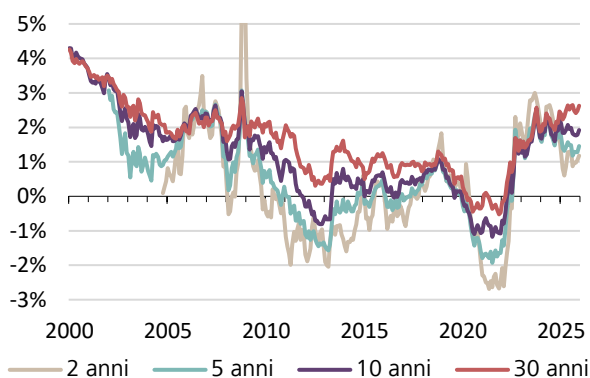
In ogni caso, in passato la crescita economica da sola è stata insufficiente. Negli Stati Uniti, ad esempio, il rapporto debito/PIL dopo la Seconda Guerra Mondiale sarebbe sceso molto meno bruscamente senza tagli di bilancio e repressione finanziaria. La politica fatica tuttavia ormai da tempo a contrastare l'aumento della spesa sociale dovuto all'evoluzione demografica ed evita misure strutturali di risparmio. Alla luce di un simile scenario, è probabile che la repressione finanziaria torni a svolgere un ruolo centrale nella stabilizzazione dei rapporti debito/PIL.

I tassi di interesse riflettono i rischi fiscali

Sui mercati finanziari, i rischi fiscali si traducono sempre più spesso in un aumento dei tassi di interesse a lungo termine. Negli ultimi anni i rendimenti dei titoli di Stato con scadenza trentennale sono aumentati bruscamente in molti Paesi, anche dopo i tagli dei tassi di interesse chiave degli ultimi due anni. Una delle poche eccezioni è la Svizzera, dove i tassi di interesse a lungo termine del mercato dei capitali sono in calo dal 2022. Il suddetto aumento riflette, tra l'altro, gli elevati deficit di bilancio e i crescenti volumi di emissione di titoli di Stato. Un importante motore dei rendimenti obbligazionari è il premio a termine («term premium»), che compensa gli investitori per i rischi di tasso d'interesse, inflazione e incertezza. Durante gli ampi programmi di acquisto di obbligazioni da parte delle banche centrali, il livello di tale premio era fortemente sceso, ma ultimamente sta tornando a salire a seguito della riduzione dei bilanci da parte delle autorità monetarie. Oltre ai rischi fiscali diretti, sussiste anche un elevato livello di incertezza per quanto riguarda la crescita economica futura e l'andamento dell'inflazione. Gli investitori chiedono quindi una maggiore compensazione in cambio del rischio assunto.

Nessuna ulteriore tendenza al ribasso dei tassi reali

Tassi di interesse reali USA per scadenza



Fonte: LSEG, Raiffeisen Economic Research

Aspettative di inflazione finora stabili

Le aspettative di inflazione continuano tuttavia a collocarsi all'interno di un intervallo ristretto. Negli Stati Uniti l'inflazione si colloca attualmente ben al di sopra dell'obiettivo della banca centrale (Fed), mentre persistono rischi al rialzo legati alla politica tariffaria. Le aspettative di inflazione per i prossimi due anni sono quindi accentuate, mentre le aspettative del mercato per il medio e lungo termine sono inferiori. Il tasso medio di inflazione implicito nel mercato per un periodo di cinque-dieci anni oscilla da diverso tempo intorno al 2,5%, che corrisponde esattamente alla media di lungo periodo.

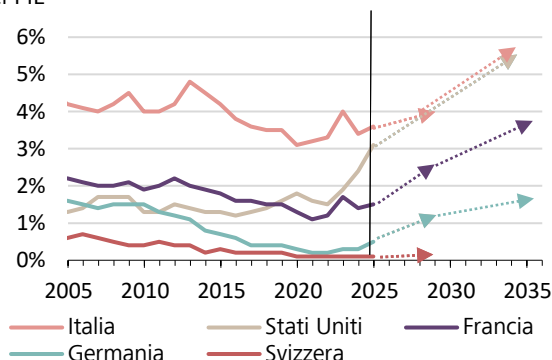
Una strategia di riduzione del debito basata sull'inflazione non è quindi attualmente incorporata dai mercati come scenario di base. Sia i tassi di interesse nominali che quelli reali sono attualmente chiaramente positivi per tutte le scadenze e non hanno una tendenza al ribasso. Non si prevede quindi una repressione finanziaria sistematica basata su un aumento dell'inflazione o su bassi tassi di interesse nominali sul mercato finanziario. Tuttavia, non si può negare un certo nervosismo sui mercati in merito alla questione del debito, che si riflette nel continuo aumento delle quotazioni dell'oro.

Anche l'inflazione è una soluzione con diversi limiti

Il modo migliore per ridurre il rapporto debito/PIL è l'inflazione, laddove essa arrivi in modo inatteso. Se invece l'inflazione è prevista, il tasso d'interesse nominale sul mercato dei capitali generalmente aumenta in modo rapido, mentre i tassi d'interesse reali rimangono sostanzialmente stabili. Proprio perché attualmente non si prevede una riduzione del debito tramite l'inflazione, un aumento sensibile dei prezzi potrebbe comportare significativi effetti redistributivi in termini reali.

Costo degli interessi negli Stati Uniti a livelli record

Costi d'interesse netti dell'amministrazione centrale in % del PIL



Fonte: Eurostat, CRFB, COM EU, Raiffeisen Economic Research

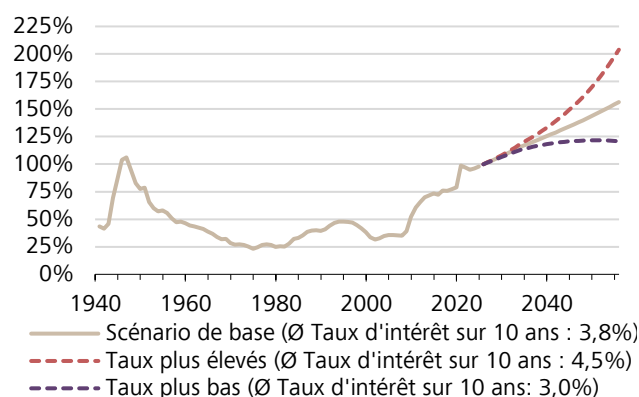
Tuttavia, per le banche centrali è diventato più difficile sorprendere i mercati su un periodo di tempo esteso. I prezzi, i salari e i tassi di interesse si adeguano più rapidamente rispetto ai decenni precedenti. Inoltre, le autorità monetarie puntano oggi sulla prevedibilità. Le sorprese vengono pertanto rapidamente interpretate dai mercati come un segnale di un possibile cambio di regime nella politica monetaria. Dopo l'impennata dei prezzi degli ultimi anni, il mercato è già sensibilizzato ai rischi di inflazione e sta già mettendo in dubbio la credibilità delle banche centrali.

I tassi di inflazione più elevati sono dunque idonei solo in misura limitata a stabilizzare i rapporti debito/PIL. È pertanto probabile che la repressione finanziaria si realizzi anche attraverso misure volte a ridurre i tassi nominali, ad esempio mediante regole di liquidità e di capitale che inducono a detenere una quota maggiore di titoli di Stato.

Le recenti modifiche normative negli Stati Uniti confermano questa tendenza: nel 2025, ad esempio, è stato deciso tra l'altro di allentare i requisiti patrimoniali per le grandi banche al fine di consentire l'ingresso di un maggior numero di titoli di Stato americani nei loro bilanci. E in Europa, ad esempio, le banche non sono tenute a detenere capitale proprio a copertura del rischio per i titoli di Stato presenti nei loro portafogli, il che costituisce un favoritismo ingiustificato. Poiché la sostenibilità del debito è messa sempre più in discussione, aumenta anche la probabilità che le banche centrali e i governi influenzino direttamente i tassi di interesse nominali. Ciò può avvenire tramite programmi di acquisto di obbligazioni oppure, nel caso estremo, ad esempio attraverso controlli sui movimenti di capitale atti a impedire la fuoriuscita di denaro verso l'estero.

I tassi di interesse contribuiscono a delinquere il percorso del debito

Debito federale USA detenuto dal pubblico in % del PIL



Fonte: CBO, Raiffeisen Economic Research

Costi del debito in aumento

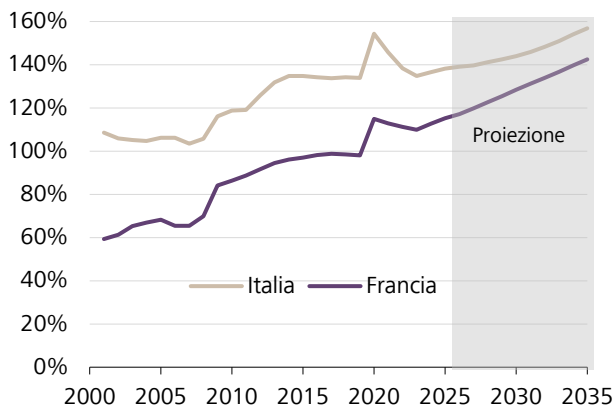
Nel frattempo, l'aumento dei tassi di interesse a lungo termine sul mercato dei capitali sta peggiorando la sostenibilità del debito. Il costo netto degli interessi negli Stati Uniti, ad esempio, ha raggiunto nel 2025 il record del secondo dopoguerra, di poco superiore al 3%. A titolo di confronto: l'onere medio degli interessi dal 1945 è dell'1,8%. E le previsioni per i prossimi anni indicano un ulteriore peggioramento. Il «Congressional Budget Office» (CBO) calcola entro il 2025 un ulteriore aumento a oltre il 4,0%. Peraltro, la proiezione dell'autorità sovrapartitica di controllo del bilancio si basa su ipotesi ottimistiche: ad esempio, prevede che nei prossimi anni i tassi di interesse del mercato dei capitali scenderanno leggermente. La previsione si basa inoltre sulla legislazione attuale, la quale prevede che alcuni dei nuovi tagli fiscali dell'amministrazione Trump scadranno tra pochi anni. Tuttavia, l'esperienza degli Stati Uniti e di altri Paesi industrializzati dimostra che le misure temporanee di aumento della spesa o di tagli alle tasse vengono spesso rese permanenti. Se ciò dovesse ripetersi e i tassi di interesse del mercato dei capitali dovessero ristagnare invece di diminuire, gli Stati Uniti rischiano di affrontare costi per interessi pari ad almeno il 5% del PIL.

In Europa, Italia e Francia sono sulla stessa strada. Anche in questo caso, l'elevato onere del debito, unito all'aumento generale dei tassi di interesse, sta portando a un aumento dei costi di rifinanziamento. Secondo lo scenario di base della Commissione europea, nei prossimi dieci anni l'onere degli interessi in Italia salirà fino al 6% del PIL, in Francia a quasi il 5%.



I Paesi europei più vulnerabili

Debito lordo del settore pubblico, in % del PIL



Fonte: Commissione europea, Raiffeisen Economic Research

In entrambi i Paesi le previsioni indicano che nei prossimi anni i tassi d'interesse effettivi sul debito resteranno superiori alla crescita nominale. Senza dolorosi interventi correttivi al bilancio pubblico, l'aumento del rapporto debito/PIL appare quindi destinato ad accelerare nuovamente. La Commissione europea parte dall'assunto che, ad esempio, il rapporto debito/PIL della Francia passerà da circa il 115% a oltre il 140% entro il 2035.

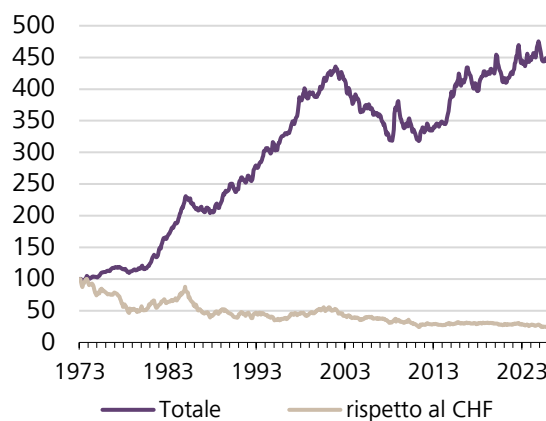
Aumento del dominio fiscale

Le proiezioni del debito e gli scenari di base sono influenzati in misura significativa dalla crescita ipotizzata del PIL. Tuttavia, la sostenibilità del debito dipende in larga misura anche dai tassi di interesse del mercato dei capitali. Più questi aumentano, più risulta difficile stabilizzare il rapporto debito/PIL. In questo contesto, l'aumento del debito può estrinsecare un effetto auto-rinforzante: un debito più elevato fa salire i tassi di interesse, rallenta la crescita economica e aumenta la spesa per interessi, che a sua volta aggrava ulteriormente la dinamica del debito. Più i tassi di interesse aumentano, maggiore è dunque l'incentivo a ricorrere alla repressione finanziaria per limitare i costi di finanziamento. Per quanto gli attacchi del governo Trump alla Federal Reserve possano essere stati motivati da ragioni di breve termine, anche in assenza di esplicite pressioni politiche la capacità di azione della Fed è sempre più limitata: l'elevato livello del debito pubblico crea un ambiente di dominanza fiscale nel quale la politica monetaria deve tenere conto della sostenibilità delle finanze pubbliche. Se non riesce a farlo, il rischio di una crisi finanziaria e del debito aumenta esponenzialmente.



Svalutazione a lungo termine rispetto al CHF

Indice del tasso di cambio effettivo nominale del USD



Fonte: LSEG, Raiffeisen Economic Research

Crisi di fiducia nel dollaro USA

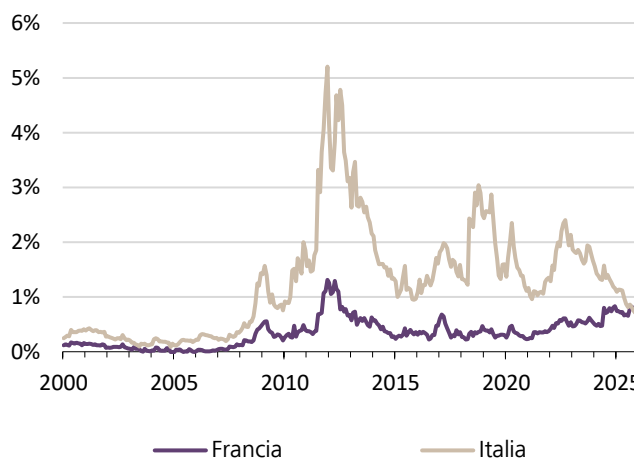
Il dollaro USA ha imboccato una spirale svalutativa dopo che il Presidente Trump è entrato in carica; le ragioni sono tuttavia molteplici e non si limitano ai crescenti dubbi sulla stabilità fiscale. Il motivo principale dell'indebolimento del dollaro, accolto con favore dal governo, è l'erraticità della politica economica e di quella estera.

Tuttavia, il tasso di cambio effettivo nominale del dollaro USA nel primo trimestre 2026 è rimasto in prossimità del suo massimo storico. Si tratta del valore esterno nominale, ponderato per gli scambi, del biglietto verde rispetto a un paniere di valute dei suoi più importanti partner commerciali. In altre parole, il dollaro USA è considerato ancora sopravvalutato rispetto a molte altre valute, come l'euro, la sterlina e lo yen giapponese. Una delle poche eccezioni è il franco svizzero. Un indebolimento prolungato del franco svizzero rispetto al dollaro USA non può quindi essere assolutamente escluso. Senza una correzione di rotta della politica fiscale, tuttavia, nel medio termine sembra probabile una crisi di fiducia ancora maggiore nel dollaro USA. Non è possibile però prevedere quando si verificherà il punto di svolta o cosa lo scatenerà. Nel nostro scenario di base, gli Stati Uniti cercheranno di garantire la sostenibilità del debito attraverso la repressione finanziaria. Già questo dato suggerisce di per sé che la tendenza al deprezzamento a lungo termine del dollaro USA nei confronti del franco svizzero è destinata a continuare.



Bassa percezione del rischio

Spread di rendimento rispetto ai titoli di Stato tedeschi (a 10 anni)



Fonte: FMI, Raiffeisen Economic Research

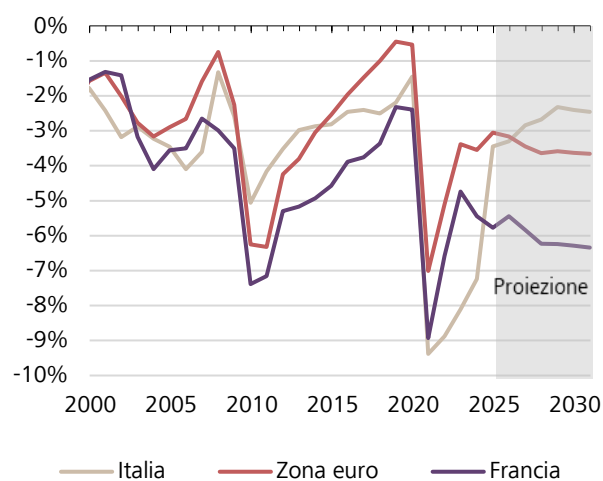
Anche la zona euro è interessata

Negli altri Paesi industrializzati e soprattutto nella zona dell'euro, i meccanismi sono sostanzialmente analoghi a quelli degli Stati Uniti. L'elevato livello del debito pubblico accresce la vulnerabilità all'aumento dei tassi di interesse e rende più difficile la stabilizzazione dei rapporti debito/PIL. La differenza sostanziale per quanto concerne l'Unione monetaria europea risiede nella struttura istituzionale. Mentre gli Stati Uniti hanno una politica fiscale standardizzata, nell'eurozona una politica monetaria comune risponde a bilanci nazionali ampiamente divergenti. La sostenibilità delle finanze pubbliche varia fortemente tra gli Stati membri. E se la sostenibilità del debito dei singoli Paesi viene messa in discussione, il rischio di frammentazione aumenta. I mercati stanno testando l'anello più debole della catena e i premi di rischio si stanno ampliando. I mercati finanziari e dei capitali potrebbero quindi finire sotto pressione più rapidamente rispetto agli Stati Uniti, i quali continuano a beneficiare del loro status di riserva globale. In seguito alla crisi dell'euro, sono stati quindi creati nuovi strumenti per ridurre il rischio di uno sfaldamento dell'unione monetaria. Tra questi, in particolare, i programmi di acquisto mirato di obbligazioni da parte della Banca centrale europea e il Fondo europeo di stabilità finanziaria. Queste risorse possono essere riattivate in caso di crisi. Il rischio di una crescente frammentazione è attualmente passato in secondo piano. Negli ultimi anni i premi per il rischio dei titoli di Stato italiani sono



Dati costantemente in rosso nell'eurozona

Saldo di bilancio in % del PIL



Fonte: LSEG, Raiffeisen Economic Research

diminuiti e a inizio 2026 erano addirittura inferiori a quelli dei loro omologhi francesi. Pertanto, il margine di manovra della BCE in materia di politica monetaria non è attualmente soggetto a limitazioni. L'Italia sta tornando a registrare un avanzo primario e il deficit annuale del bilancio complessivo potrebbe presto scendere sotto il 3% del PIL. Anche il clima di maggiore propensione al rischio sui mercati finanziari globali ha contribuito alla riduzione degli spread sui titoli di Stato italiani.

Tuttavia, l'onere degli interessi del Paese è talmente elevato che il rapporto debito/PIL appare destinato a crescere ulteriormente. Secondo le stime della Commissione europea, è probabile che entro il 2035 tale livello superi il 150% del PIL. Questo esempio illustra il meccanismo di auto-rinforzo di un rapporto di indebitamento elevato. Se l'onere degli interessi è alto e continua a crescere, non necessariamente anche gli avanzi primari possono garantire la sostenibilità del debito.

In Francia, invece, il rapporto debito/PIL è più basso rispetto all'Italia, ma il governo sta facendo sforzi nettamente minori per ridurre il deficit del bilancio pubblico. Il saldo primario è negativo e nei prossimi anni migliorerà probabilmente solo in lieve misura. È quindi probabile che la sostenibilità del debito dei due Paesi problematici torni a essere più assiduamente al centro dell'attenzione dei mercati. Se in questo contesto il nervosismo sul mercato obbligazionario dovesse aumentare, il franco svizzero potrebbe tornare ad apprezzarsi grazie alla sua funzione di moneta rifugio. Ma la posizione fiscale di partenza significativamente diversa depone a favore di rischi di rialzo per il franco svizzero anche al di fuori di scenari di crisi acuta. La BCE è soggetta a restrizioni legali e politiche più forti rispetto alla Fed, il che rende più difficile una repressione finanziaria troppo evidente. Al contempo, l'elevato livello del debito pubblico, il crescente onere degli interessi e il rischio latente di frammentazione limitano indirettamente anche il margine di manovra della politica monetaria nell'Eurozona.

Pressione strutturale al rialzo sul franco svizzero

Già fattori macroeconomici come ad esempio il persistente avanzo delle partite correnti o gli ingenti attivi netti all'estero depongono a favore di un apprezzamento strutturale del franco svizzero. Inoltre, anche l'andamento del debito all'estero sta diventando sempre più importante come ulteriore fattore di influenza, segnalando ulteriori rischi di rialzo per la moneta elvetica. Un simile scenario risulta particolarmente pertinente laddove la Fed e la BCE debbano intervenire sempre più spesso per stabilizzare il percorso del debito.

Quale reazione possono mettere in campo la Banca nazionale svizzera (BNS) o il mondo della politica? Finora a svolgere il ruolo di protagonisti sono stati i tassi di interesse negativi e gli interventi sul mercato dei cambi. Tuttavia, entrambi gli strumenti sono associati a notevoli effetti collaterali. La BNS intende ovviamente avvalersi di tali risorse soltanto con moderazione. Esistono anche concetti alternativi, che però appaiono tutti ancora più improbabili. Questi includono, ad esempio, un'espansione deliberata del debito pubblico, interventi di vasta portata sui movimenti di capitale, una politica di inflazione mirata o addirittura l'abbandono dell'indipendenza sul piano della politica monetaria. Ad oggi una soluzione convincente non è ancora in vista e, allo stesso tempo, nel dibattito pubblico non si discute seriamente del rischio di un apprezzamento ancora più forte del franco.

Esportazioni svizzere resistenti al franco forte

Come illustrato nella prima parte, ben pochi elementi fanno pensare a un indebolimento del franco svizzero nei prossimi anni. Per le aziende orientate all'export, la pressione permane concreta o addirittura aumenta. Questa situazione non è nuova e in passato l'industria svizzera delle esportazioni ha già messo in campo una resilienza sorprendente. Il motivo è il costante cambiamento strutturale che spinge l'economia dell'export verso settori in cui la domanda è più importante del prezzo.

2025: anno record per le esportazioni

Nonostante fattori quali il conflitto commerciale con gli Stati Uniti, un anno complessivamente turbolento per il commercio estero e un notevole indebolimento del dollaro statunitense, nel 2025 la Svizzera ha esportato beni per un valore di 287 miliardi di franchi svizzeri, facendo segnare un record assoluto.

Il commercio estero elvetico ha quindi mostrato ancora una volta una notevole resistenza, anche se le prospettive rimangono incerte a causa delle tensioni geopolitiche e dell'indebolimento della congiuntura globale.

Domanda e competitività fanno da volano

L'andamento delle esportazioni di beni svizzeri è determinato essenzialmente da due elementi: la domanda globale e la competitività delle aziende. Mentre il primo fattore dipende fortemente dall'evoluzione dell'economia globale, la competitività è influenzata a breve termine in particolare dal tasso di cambio e dal comportamento delle imprese in materia di prezzi.

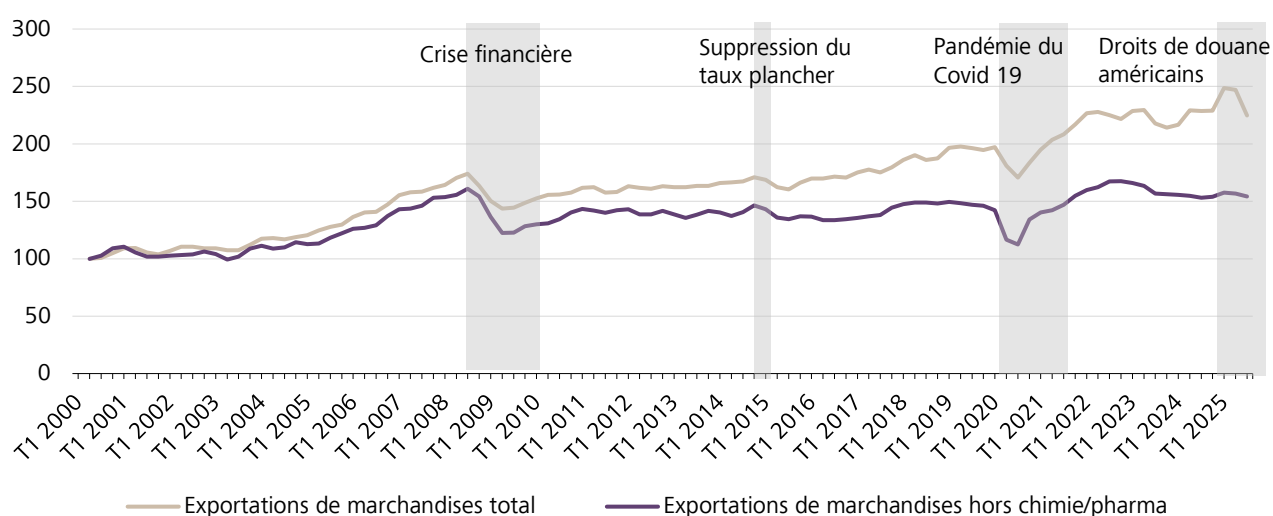
Fluttuazioni della domanda e tassi di cambio

Negli scorsi decenni l'industria svizzera delle esportazioni è stata ripetutamente esposta a notevoli shock. Dopo il crollo della domanda conseguente alla crisi finanziaria del 2008/2009, il franco svizzero si è apprezzato nel corso degli anni, indebolendo la competitività di molte aziende esportatrici. L'introduzione del tasso di cambio minimo contro l'euro nel 2011 ha portato una stabilità temporanea, ma l'Eurozona è presto caduta in recessione e ciò ha ridotto la domanda in misura sensibile. Con l'abrogazione del tasso di cambio minimo a gennaio 2015, il franco svizzero si è apprezzato bruscamente, mettendo nuovamente sotto pressione il settore. La pandemia da Covid-19 ha poi portato a un ennesimo crollo globale della domanda, da cui i mercati si sono tuttavia rapidamente ripresi. A partire dal 2022, la domanda proveniente soprattutto dalla Germania si è indebolita in modo marcato. Un ulteriore focolaio di incertezza è scoppiato nel 2025 con il conflitto commerciale innescato dagli Stati Uniti.



Esportazioni svizzere: l'industria chimico-farmaceutica traina la crescita

Esportazioni di beni svizzeri (escl. oro), media mobile di due trimestri, indicizzata (2000 = 100)

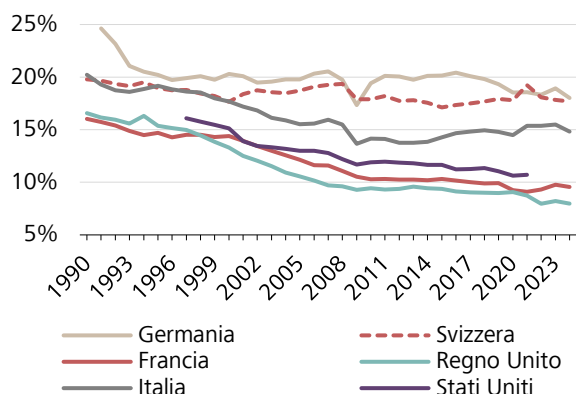


Fonte: UDSC, Raiffeisen Economic Research



Contributo stabile dell'industria svizzera

Quota del valore aggiunto nell'industria manifatturiera, in % del valore aggiunto economico complessivo

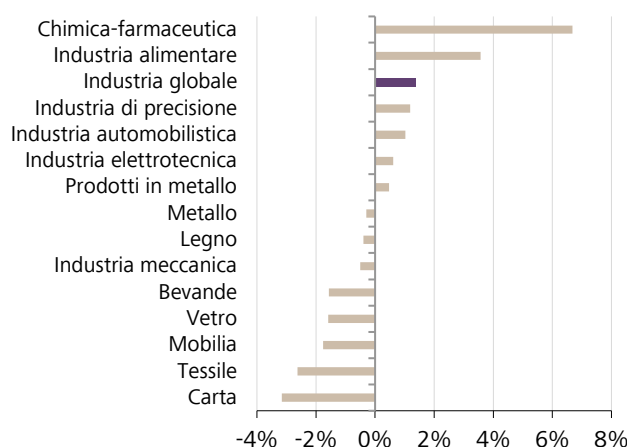


Fonte: Banca Mondiale, Raiffeisen Economic Research



Crescita eterogenea delle esportazioni

Crescita media annua delle esportazioni 2012-2025

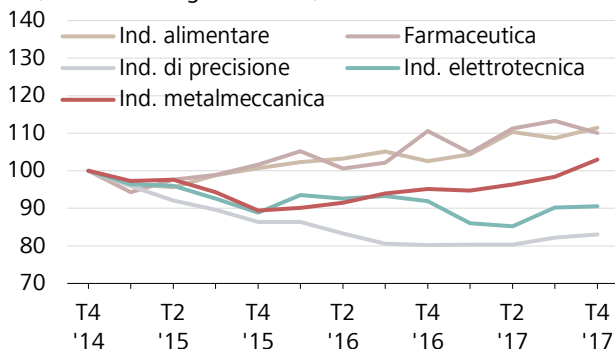


Fonte: UDSC, Raiffeisen Economic Research



Shock valutario differenziato

Andamento delle esportazioni in settori selezionati, indicizzato, reale e destagionalizzato, T4 2014 = 100



Fonte: UDSC, Raiffeisen Economic Research

Industria resiliente

In teoria, il franco sempre più forte e la pressione sui prezzi ad esso associata dovrebbero indurre la produzione industriale a essere delocalizzata all'estero su larga scala. I dati mostrano tuttavia un quadro diverso. Sebbene negli anni '90 dello scorso secolo la quota del settore manifatturiero sulla creazione di valore svizzera sia effettivamente diminuita, in seguito è rimasta stabile a poco meno del 20%.

Questo dimostra che l'industria svizzera è resistente nel confronto internazionale. Pur partendo da una quota più elevata, la Germania ha mostrato una progressiva convergenza verso il livello svizzero. In Francia e nel Regno Unito, invece, le rispettive componenti del settore manifatturiero sono scese al di sotto del 10% e risultano quindi solo la metà del livello svizzero.

Cimica-farmaceutica come volano della crescita

Un importante motore del solido andamento delle esportazioni è l'industria chimico-farmaceutica. La sua quota sul valore totale delle esportazioni è cresciuta imperterrita in ogni crisi e nel 2025 rappresentava oltre la metà delle esportazioni (circa il 53%). Dal 2012, il settore è cresciuto in media di circa il 7% all'anno, contribuendo in misura significativa alla crescita complessiva delle esportazioni. Senza il «pharma boost», le esportazioni svizzere si attesterebbero oggi all'incirca su un livello equivalente a quello antecedente alla crisi finanziaria del 2008. L'industria chimica e farmaceutica non è tuttavia l'unico motore di crescita. Anche l'industria alimentare, quella di precisione e l'industria automotive ed elettrotecnica hanno contribuito al trend positivo delle esportazioni dal 2012.

Altri settori in preda al cambiamento strutturale

Altri settori vocati all'export hanno espresso invece un andamento nettamente più fiacco. I settori di ingegneria meccanica, metalli e bevande hanno registrato cali significativi sull'arco di diversi anni. La pressione sui prezzi è stata particolarmente evidente nei settori più piccoli con prodotti meno complessi o più intercambiabili, come il tessile, la carta o i mobili.

Questo sviluppo riflette un cambiamento strutturale. La base industriale si sta infatti spostando ancora di più verso beni ad alta intensità di conoscenza e tecnologicamente sofisticati, più competitivi a livello internazionale. Le industrie meno innovative o i cui prodotti sono più facilmente sostituibili finiscono invece sotto pressione.

Esportazioni trainate in misura maggiore dalla domanda

L'evoluzione delle esportazioni svizzere è determinata essenzialmente da due fattori chiave: la domanda estera e la competitività. La forte domanda dall'estero sostiene l'attività di esportazione, mentre il franco forte accresce la pressione sui prezzi ed erode la competitività. Per misurare la sensibilità delle esportazioni alle oscillazioni di queste due variabili, gli economisti utilizzano le cosiddette elasticità. L'**elasticità della domanda** descrive di quanto aumentano le esportazioni quando il PIL estero cresce dell'1%. L'**elasticità del tasso di cambio** misura quanto diminuiscono le esportazioni se il franco svizzero si apprezza dell'1%.

Un'analisi dettagliata di queste correlazioni si trova, tra gli altri, nello studio di Hanslin-Grossmann, Lein e Schmidt (2016). I risultati mostrano che, nel lungo periodo, le esportazioni svizzere reagiscono molto più fortemente alla domanda estera che alle oscillazioni del tasso di cambio. Secondo lo studio, l'elasticità della domanda è pari a circa 1,5, mentre l'elasticità del tasso di cambio a lungo termine è nettamente più bassa, ovvero circa 0,65. Questo significa che se l'economia estera cresce dell'1%, le esportazioni svizzere aumentano a lungo termine di circa l'1,5%. Se il franco svizzero si apprezza dell'1%, le esportazioni diminuiranno invece di circa lo 0,65% nel lungo termine. Per l'andamento delle esportazioni, la domanda globale è quindi più importante rispetto al tasso di cambio.

Sensibilità diverse a seconda del settore

Nello studio citato, i settori svizzeri vocati all'export mostrano elasticità molto diverse. In questo modo è possibile spiegare le tendenze degli anni successivi e quindi prevedere già gli sviluppi futuri.

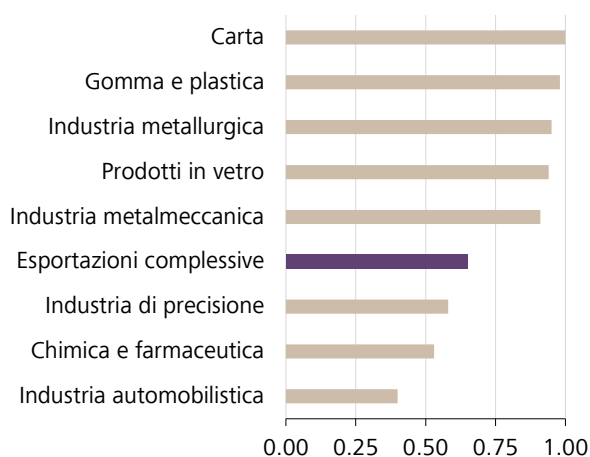
Settori come il chimico e il farmaceutico, l'automobilistico e l'industria di precisione (compresi gli orologi), sono trainati in misura molto maggiore dalla domanda e allo stesso tempo sono relativamente anelastici rispetto ai prezzi. Le loro esportazioni praticamente non reagiscono all'apprezzamento del franco svizzero, ma beneficiano in ampia misura della crescita della domanda globale. Di conseguenza, negli ultimi anni questi comparti hanno assunto ulteriore importanza.

Ci sono invece settori molto sensibili ai tassi di cambio, come ad esempio i produttori di carta, plastica o vetro. Nel corso del tempo il loro peso specifico è diminuito, il che è coerente con la loro accentuata elasticità al tasso di cambio. Oggi rappresentano ancora solo una piccola parte dell'economia svizzera delle esportazioni. Un caso particolare è costituito dall'ingegneria meccanica. Con una quota di esportazioni del 7% nel 2025, è ancora annoverato tra i settori di rilievo, ma si tratta anche dell'unico grande comparto con una spiccata sensibilità al tasso di cambio a causa della dipendenza dalla domanda. Ciò si riflette anche nell'andamento: prima del 2015, la sua quota dell'export complessivo era ancora superiore al 10%, ma da allora il settore si è visibilmente ridotto.



Diversa sensibilità ai cambi

Elasticità del tasso di cambio a lungo termine per settore

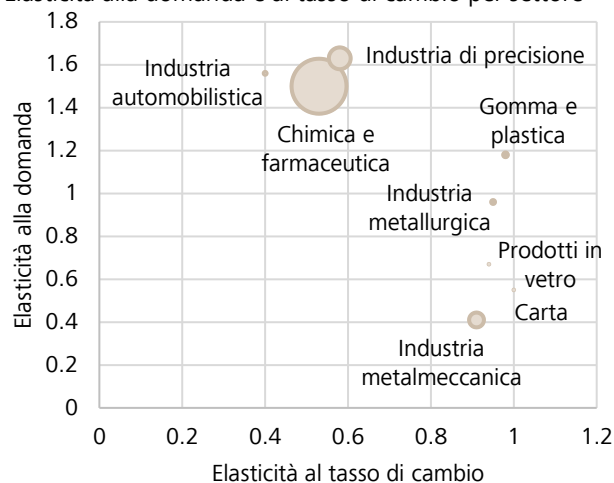


Fonte: Hanslin et al., Raiffeisen Economic Research



Evoluzione trainata dalla domanda o dal prezzo

Elasticità alla domanda e al tasso di cambio per settore

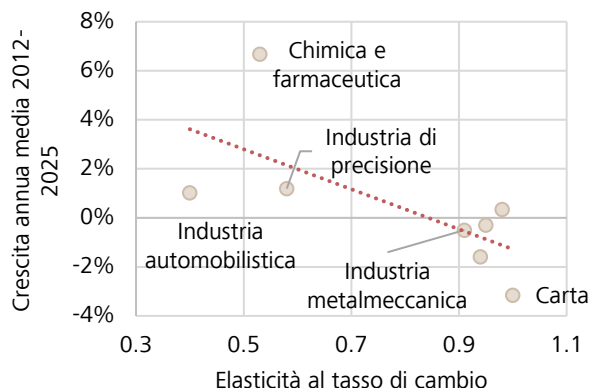


Fonte: Hanslin et al., Raiffeisen Economic Research



Il tasso di cambio inibisce la crescita

Crescita ed elasticità al tasso di cambio per settore

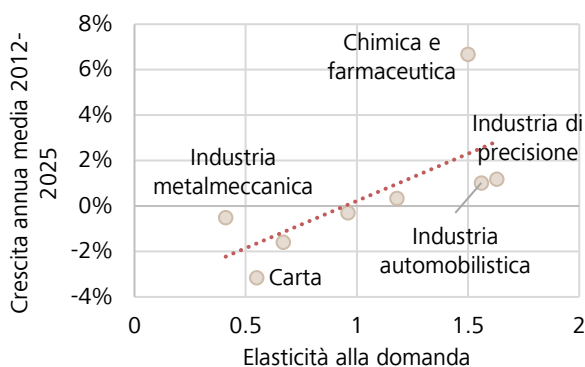


Fonte: UDSC, Hanslin et al., Raiffeisen Economic Research



La domanda traina la crescita

Crescita ed elasticità alla domanda per settore

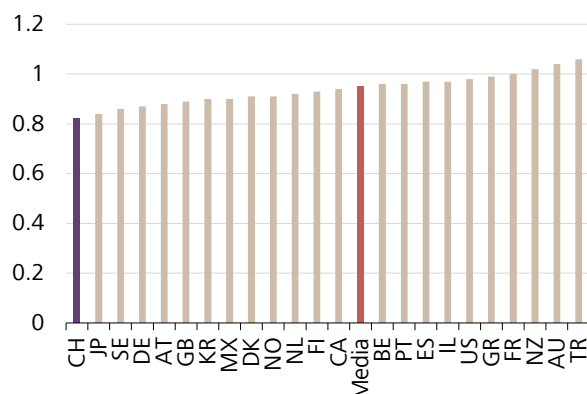


Fonte: UDSC, Hanslin et al., Raiffeisen Economic Research



Mix dell'export limita gli influssi valutari

Elasticità al tasso di cambio, confronto tra paesi



Fonte: Auer & Sauré, Raiffeisen Economic Research

Indicatore precoce del cambiamento strutturale

La struttura dell'elasticità dei settori spiega straordinariamente bene il conseguente cambiamento strutturale: i beni trainati dalla domanda sono stati in grado di espandere la loro posizione, mentre quelli sensibili ai prezzi e/o ai tassi di cambio hanno perso peso relativo. Nello studio, che include dati dal 1989 al 2014, la correlazione a lungo termine tra l'elasticità al tasso di cambio e le variazioni delle quote di esportazione è negativa, ma statisticamente debole. Con dati più recenti, lo schema atteso si palesa in modo maggiormente evidente. La persistente pressione sul tasso di cambio si riflette sempre più nella struttura delle esportazioni, che continua a spostarsi verso beni meno sensibili alle variazioni del cambio.

La domanda domina la crescita a lungo termine

Nello studio appare nettamente più chiara e significativa la correlazione a lungo termine tra l'elasticità della domanda e la variazione delle quote di esportazione. Circa il 75% delle differenze nella crescita settoriale può essere spiegato dall'entità dell'elasticità alla domanda in un'ottica di lungo termine. I settori che reagiscono in maniera accentuata alla crescita estera a lungo termine hanno accresciuto notevolmente la loro quota rispetto alle esportazioni totali; peraltro, questo modello rimane ben visibile anche nei dati attuali.

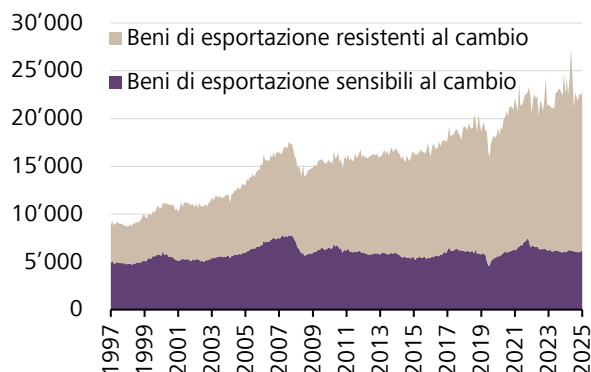
Resistenza grazie al mix delle esportazioni

Auer & Sauré (2011) dimostrano che la solida performance delle esportazioni svizzere in fasi di forte apprezzamento del franco trova spiegazione principalmente nel mix dell'export. La Svizzera ha una specializzazione superiore alla media nei beni altamente differenziati e insensibili al prezzo (tra cui strumenti di precisione, orologi e prodotti farmaceutici). Di conseguenza, il volume totale delle esportazioni reagisce alle variazioni del tasso di cambio in misura significativamente minore rispetto ad altri Paesi. Gli autori utilizzano dati dal 1972 al 2000 e stimano un'elasticità al tasso di cambio pari a circa 0,8. Hanslin-Grossmann, Lein e Schmidt (2016) calcolano un'elasticità al tasso di cambio a lungo termine ancora più bassa, pari a circa 0,65, utilizzando dati dal 1989 al 2014. Oggi la specializzazione della Svizzera in beni anelastici rispetto al prezzo è ancora più pronunciata, il che dovrebbe tendere a ridurre ulteriormente l'elasticità al tasso di cambio.



Stagnazione dei beni sensibili al cambio

Esportazioni in base alla sensibilità alle valute, milioni di CHF

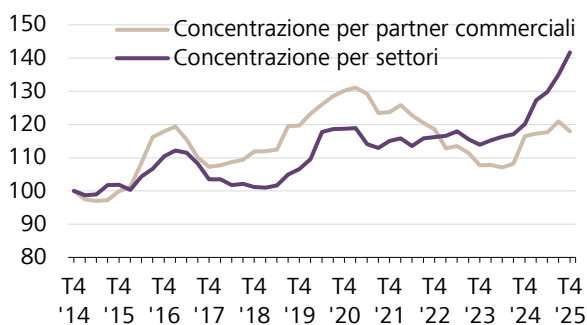


Fonte: BNS, Raiffeisen Economic Research



La concentrazione aumenta

Indice Herfindahl delle esportazioni di beni svizzeri

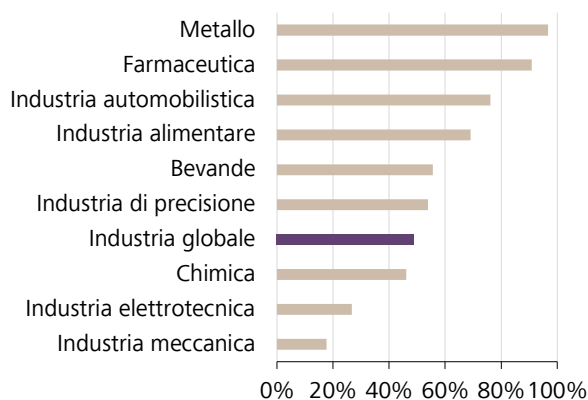


Fonte: UDSC, Raiffeisen Economic Research



Poche aziende dominano il mercato

Quota delle prime cinque aziende esportatrici in volume di esportazioni per settore, 2023



Fonte: UDSC, Raiffeisen Economic Research

Le esportazioni sensibili ai cambi ristagnano

Il rovescio della medaglia dell'elevata stabilità al cambio di alcuni settori trainanti è il fatto che per i comparti sensibili alla valuta diventa nettamente più difficile crescere. Dalla fine degli anni '90 non hanno praticamente più registrato una crescita. I loro prodotti sono fortemente orientati al prezzo e facilmente sostituibili, motivo per cui l'apprezzamento del franco svizzero riduce la domanda. Il risultato è una stagnazione o un calo sull'arco di fasi estese, anche se le esportazioni totali raggiungono nuovi massimi. Per le aziende colpite, ciò significa una pressione prolungata sui costi e un rischio accentuato di delocalizzazione in aree valutarie più favorevoli.

Aumento della concentrazione

Con il cambiamento strutturale aumenta anche il grado di concentrazione del mix delle esportazioni, misurato tramite l'indice di Herfindahl calcolato per settori e mercati di sbocco. Più alto è l'indice, più la struttura delle esportazioni è concentrata in poche aree. Un fattore chiave di questo sviluppo è il peso specifico sempre maggiore dell'industria farmaceutica, la cui quota di esportazioni è aumentata notevolmente negli ultimi anni. Il successo di pochi settori altamente specializzati porta a una visibile concentrazione: anche se la Svizzera continua a ottenere risultati elevati nelle esportazioni, dipende pur tuttavia in misura maggiore da pochi settori e mercati target. Quanto possa essere fragile questa concentrazione si è visto nel 2025, quando i potenziali dazi sui prodotti farmaceutici hanno posto la politica svizzera sotto notevole pressione.

Dominanza di poche aziende

In molti dei principali settori di esportazione, la performance è inoltre fortemente concentrata su un piccolo numero di aziende. Secondo l'Ufficio federale della dogana e della sicurezza dei confini (UDSC), nei settori della metallurgia e della farmaceutica le prime cinque imprese rappresentano oltre il 90% delle esportazioni. Questa forte concentrazione è espressione del successo di alcune aziende superstar, ma accresce la dipendenza dalle stesse e quindi il rischio che singoli eventi producano un impatto accentuato sull'intero tessuto economico. Nel complesso, i cambiamenti strutturali hanno reso l'industria svizzera delle esportazioni più resistente, ma allo stesso tempo hanno intensificato la sua dipendenza da pochi settori e aziende.

La forza della Svizzera in un mondo indebitato

A causa dell'elevato livello di debito pubblico globale, molti Paesi fanno sempre più affidamento su bassi tassi di interesse reali o su forme di repressione finanziaria per mantenere stabili i propri bilanci. In questo contesto, la Svizzera si distingue come studente modello in materia di politica fiscale. Questo rafforza il ruolo di «porto sicuro» del franco e suggerisce che l'apprezzamento della valuta elvetica sia destinato a continuare. Allo stesso tempo, l'industria svizzera delle esportazioni sta dando prova di una notevole resilienza. I settori ad alta intensità di conoscenza e anelastici al prezzo sono riusciti ad aumentare la loro importanza, mentre i settori sensibili ai prezzi sono finiti sotto pressione. Questa evoluzione strutturale verso beni specializzati e ad alta intensità di conoscenza continuerà senza sosta. Nel lungo periodo, sono destinate a sopravvivere solo le aziende che si orientano alla domanda e gestiscono consapevolmente i rischi di cambio.

Cambiamenti strutturali in un ambiente globale

Il livello di indebitamento globale è in continuo aumento dagli anni '70 dello scorso secolo e probabilmente aumenterà ancora. Oggi i fattori principali sono soprattutto quelli strutturali, come l'invecchiamento demografico e la crescita della spesa sociale. Poiché molti Paesi hanno già un'elevata pressione fiscale, il potenziale di gettito tributario aggiuntivo è esiguo. Una riduzione consistente del debito sembra quindi irrealistica, motivo per cui in molti Paesi la repressione finanziaria rischia di diventare uno strumento di stabilizzazione permanente.

Per la Svizzera ciò significa che, grazie al freno al debito, alla solidità fiscale e al basso onere netto degli interessi, il franco rimane un attraente porto sicuro. In questo contesto non si prevede pertanto alcun indebolimento significativo e duraturo della moneta elvetica.

Transizione verso i punti di forza ad alta intensità di conoscenza

Negli ultimi due decenni l'economia svizzera delle esportazioni si è dimostrata sorprendentemente resistente. Nonostante il franco persistentemente forte, nel 2025 le esportazioni hanno raggiunto un livello record.

Il mix di esportazioni si è sempre più spostato verso beni di elevato valore e ad alta intensità di conoscenza, difficilmente sostituibili. Soprattutto l'industria farmaceutica e quella di precisione sono molto meno sensibili alle oscillazioni dei tassi di cambio, poiché sono guidate in misura maggiore dalla domanda globale. La loro costante espansione, favorita dalle tendenze di crescita a lungo termine, sta rafforzando in misura sensibile le esportazioni complessive. Allo stesso tempo, i settori sensibili ai prezzi come l'ingegneria meccanica, l'industria metallurgica, il vetro e il tessile stanno perdendo importanza.

Con la crescente specializzazione aumenta anche la concentrazione delle esportazioni svizzere, che si traduce anche in un accentuato accumulo della creazione di valore in pochi settori chiave, spesso sostenuti da poche aziende. Da un lato, questo sviluppo accresce la resilienza alle fluttuazioni dei tassi di cambio, ma dall'altro crea nuove vulnerabilità. Gli shock settoriali possono ora produrre un impatto molto maggiore, come ha dimostrato la discussione sui potenziali dazi applicati al settore farmaceutico.

Orientamento alla domanda e strategia dei tassi di cambio

Nel quadro a lungo termine, la domanda globale rimane il fattore chiave per il successo dell'industria svizzera delle esportazioni. Anche le aziende dei settori più sensibili ai tassi di cambio possono mantenere la loro posizione, purché offrano prodotti difficilmente sostituibili e si concentrino costantemente sulle esigenze della clientela internazionale.

Nel breve termine, tuttavia, le fluttuazioni dei tassi di cambio rappresentano un onere notevole per tutte le aziende. Ciò è tanto più vero in un contesto in cui il franco svizzero ha una tendenza strutturale al rafforzamento. Risulta quindi tanto più importante perseguire una strategia chiara per gestire questo rischio: le aziende devono essere consapevoli della rilevanza del tasso di cambio e utilizzare strumenti di copertura adeguati. La riduzione dei rischi valutari dà loro sicurezza nella pianificazione, consentendo di concentrarsi sullo sviluppo a lungo termine della domanda. Le aziende che si orientano alla domanda, offrono prodotti difficilmente sostituibili e tengono sotto controllo il rischio di cambio si affermeranno dunque anche nell'era del debito e della continua forza del franco svizzero.

Note legali

Esclusione di offerta

I contenuti della presente pubblicazione vengono forniti esclusivamente a titolo informativo. Essi non rappresentano pertanto dal punto di vista legale né un'offerta né una raccomandazione all'acquisto ovvero alla vendita di strumenti d'investimento. La presente pubblicazione non costituisce né un annuncio di quotazione né un prospetto di emissione ai sensi dell'art. 652a o dell'art. 1156 CO. Le condizioni complete applicabili e le avvertenze dettagliate sui rischi relativi a questi prodotti sono contenute nel rispettivo prospetto di quotazione. A causa delle restrizioni legali in singoli Paesi, tali informazioni non sono rivolte alle persone la cui nazionalità o il cui domicilio si trova in un Paese in cui l'autorizzazione dei prodotti descritti nella presente pubblicazione è soggetta a limitazioni.

La presente pubblicazione non ha lo scopo di offrire all'utente una consulenza in materia d'investimento e non deve essere intesa quale supporto per le decisioni d'investimento. Gli investimenti qui descritti dovrebbero essere effettuati soltanto dopo un'adeguata consulenza alla clientela e/o dopo l'analisi dei prospetti informativi di vendita vincolanti. Eventuali decisioni prese in base alla presente pubblicazione avvengono a rischio esclusivo dell'investitore.

Esclusione di responsabilità

Raiffeisen Svizzera società cooperativa intraprende tutte le azioni opportune per garantire l'affidabilità dei dati presentati. Essa non fornisce tuttavia alcuna garanzia in merito all'attualità, all'esattezza e alla completezza delle informazioni contenute in questa pubblicazione.

Raiffeisen Svizzera società cooperativa non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite o danni (diretti, indiretti e conseguenti), causati dalla distribuzione della presente pubblicazione o dal suo contenuto oppure legati alla sua distribuzione. In particolare, non si assume alcuna responsabilità per le perdite derivanti dai rischi intrinseci ai mercati finanziari.

Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria

La presente pubblicazione non è il risultato di un'analisi finanziaria. Le «Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria» dell'Associazione svizzera dei banchieri (ASB) non trovano di conseguenza applicazione nella presente pubblicazione.