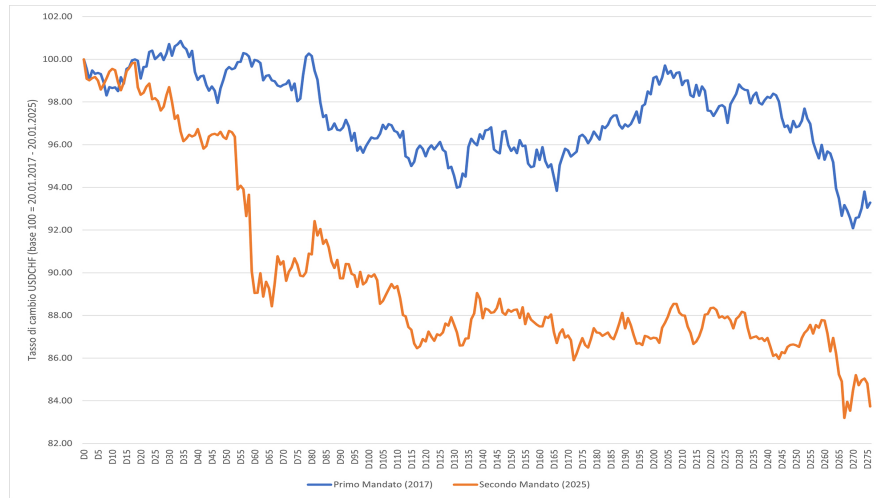


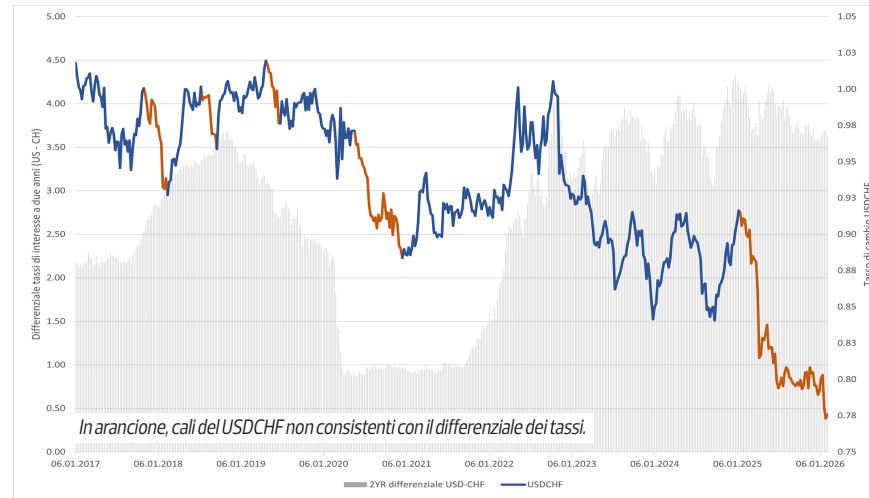
# Il franco svizzero come moneta "rifugio blindato"

## Tasso di cambio USDCHF durante il primo e il secondo mandato di D. Trump



Fonte: Bloomberg, elaborazione PKB Private Bank

## Relazione tra tasso di cambio USDCHF e differenziale dei tassi di interesse



Fonte: Bloomberg, rendimento bond governativo generico a 2 anni, elaborazione PKB Private Bank.

dall'ormai famoso Liberation Day (2 aprile 2025) ha visto il USD deprezzarsi contro CHF a livelli minimi da sempre, nonostante spread pressoché costanti. Abbiamo ora la prova che non tanto la valutazione quanto il ruolo di moneta rifugio blindato abbia portato il CHF ai livelli attuali. La domanda è ora: l'odierno tasso di cambio è corretto o pensiamo che ci sia ulteriore spazio di ribasso del USD?

Modelli valutativi standard (che utilizzano come input esportazioni, importazioni e il differenziale di inflazione tra due paesi) suggeriscono che il USDCHF dovrebbe trattare intorno a 0,96, ossia a livelli ben superiori a quello attuale. Quindi, secondo i soli fondamentali dei due paesi, il CHF dovrebbe fortemente deprezzarsi. Come termine di riferimento, tali livelli di sovravalutazione della moneta elvetica ci portano indietro al periodo 2009-2011, anch'esso rappresentato da enormi stress legati alla crisi del credito sub-prime, recessione e crisi del debito sovrano in Europa. Questi modelli valutativi non vengono però adeguati a quanto esposto prima, ossia non riconoscono al CHF il ruolo di protezione da rischi geopolitici, con un'economia sottostante che, pur crescendo meno di quella americana, è solida, stabile, strutturata e prevedibile. Tutti fattori che i mercati apprezzano. In mancanza di un intervento costante e consistente da parte della Banca Nazionale Svizzera, riteniamo improbabile che in breve tempo il livello del USDCHF si riporterà al suo valore "giusto". Tuttavia, crediamo che quello attuale sia troppo distante da quanto suggerito dai fondamentali e non escludiamo un apprezzamento del USD contro CHF, pur limitato e soggetto a forte volatilità.



Il dollaro americano (USD) riveste un'importanza minore per l'economia elvetica rispetto a quanto non faccia per le performance di un portafoglio di investimenti ben bilanciato. Nel 2025, nonostante l'imposizione parziale di dazi del 39% dall'America, poi ridotti al 15% in cambio di ingenti investimenti, la Svizzera ha fatto segnare esportazioni record (esclusi l'oro e altri metalli preziosi) verso gli Stati Uniti pari a circa CHF 54,7 miliardi o po-

co meno del 6% del Prodotto Interno Lordo (PIL). Considerando importazioni di CHF 13,3 miliardi (1,4% del PIL), il totale del commercio bilaterale con gli USA nel 2025 è risultato di poco superiore al 7% del PIL. Vista l'importanza del mercato finanziario americano in un'ottica globale, un portafoglio ben bilanciato (ad esempio 50% azioni, 40% obbligazioni, 5% oro e 5% cash) dovrebbe contenere tra il 40% e il 60% di USD. Comprendiamo quindi l'importanza di una visione accurata sulla moneta americana per i nostri investimenti, in particolar modo alla luce delle sue performance recenti dovute

per lo più a fattori solo indirettamente legati alle due economie. Indubbiamente l'intervento di Donald J. Trump nella scena politica mondiale ha avuto un impatto importante sul USDCHF. In entrambi i mandati (2017-2021 e dal gennaio 2025) il cambio si è fortemente deprezzato a favore del CHF. Tuttavia, mentre nel primo periodo il USD ha ceduto "solo" l'11,5%, nel secondo periodo il crollo è stato ben più marcato e pari ad oltre il 16%, ad oggi. Ci chiediamo allora cosa abbia portato a questo forte apprezzamento del franco svizzero e soprattutto se il livello attuale sia giustificato dai fondamentali.

La teoria economica ci spiega che il tasso di cambio tra due valute è influenzato dal differenziale dei tassi di interesse tra due Paesi, il quale riflette a sua volta differenze nelle aspettative di crescita economica e di inflazione. Dalla nostra analisi risulta chiaro che, in condizioni normali di mercato, il USD effettivamente tende ad apprezzarsi contro il franco quando la differenza tra il tasso d'interesse in USD (tipicamente più alto) aumenta e viceversa. In condizioni normali. Tuttavia, in alcuni casi ciò non è avvenuto e tali eventi coincidono con stress di mercato che hanno fatto fuggire gli investitori da una mone-

ta (USD), peraltro considerata un "rifugio", ad un'altra moneta (CHF), considerata un "rifugio blindato". Ad esempio, alla fine del 2017-inizio del 2018, l'incertezza circa le politiche fiscali Trumpiane ha creato un apprezzamento del CHF, nonostante un aumento degli spread dei tassi di interesse. Lo stesso è successo all'acuirsi della guerra sui dazi tra America e Cina e in concomitanza dell'esplosione della pandemia Covid-19 nella seconda parte del 2020, nonostante entrambi i paesi ne fossero affetti e il differenziale dei tassi fosse rimasto invariato. Infine, la battaglia globale dei dazi lanciata dal presidente americano

«Contenuto pubblicato su mandato del partner inserzionista, che ne assume la responsabilità redazionale.»