

UBS Outlook Svizzera

Gennaio 2025 | Chief Investment Office GWM | Analisi finanziaria



Uno sguardo al nuovo anno

Sondaggio sulle valute 2025



UBS Outlook Svizzera

1° trimestre 2025

Il presente rapporto è stato elaborato da UBS Switzerland AG.

Si prega di osservare le importanti avvertenze legali e le informazioni alla fine del presente documento.

Regional CIO Svizzera:
Dr. Daniel Kalt

Caporedattore:
Meret Mügeli

Redazione:
Christine Mumenthaler

Chiusura redazionale:
13 gennaio 2025

Desktop publishing:
CIO Content Design

Immagine di copertina:
UBS

Lingue:
Tedesco, inglese, francese e italiano

Contatto:
ubs.com/outlook-ch-it

Editoriale

Care lettrici e cari lettori,

per il 2024 avevamo previsto una crescita più lenta rispetto all'anno precedente, ma la dinamica economica nei Paesi industrializzati ha sorprendentemente superato le nostre aspettative raggiungendo circa l'1,7 per cento invece dell'1,1 per cento atteso. L'economia statunitense, in particolare, ha registrato un andamento positivo e anche i mercati emergenti sono cresciuti più del previsto.

Per il nostro sondaggio annuale sulla gestione valutaria abbiamo intervistato circa 400 aziende svizzere. Poco meno della metà sono aziende del settore industriale e circa il 60 per cento sono esportatori. Per gli intervistati, l'euro è la valuta di riferimento e circa la metà ha dichiarato di coprire i rischi di cambio.

La stabilità nella definizione dei prezzi ottenuta grazie alla copertura dei rischi di cambio rende le aziende più competitive e allo stesso tempo aumenta l'affidabilità della pianificazione. Con la copertura dei rischi di cambio, le aziende possono inoltre proteggere i loro margini di utile, poiché in questo modo evitano che i costi dei beni o servizi importati aumentino a causa di movimenti sfavorevoli dei tassi di cambio. Potete proteggervi dai rischi di mercato con soluzioni di copertura su misura per la vostra azienda. Le nostre e i nostri consulenti vi supportano con gli strumenti adeguati: dalle tradizionali operazioni a termine alle soluzioni di copertura strutturate. Potrete così rimanere flessibili e concentrarvi completamente sulla vostra attività quotidiana.

Nelle pagine seguenti troverete approfondimenti sulle opportunità e sulle sfide dell'economia svizzera individuate dalle aziende intervistate, nonché le opinioni degli esperti. Speriamo che gli spunti di questa pubblicazione offrano nuove prospettive sui rischi di cambio nella vostra azienda e vi auguriamo di trarre ispirazione dalla sua lettura!



Alain Conte
Head Corporate & Real Estate
Banking Switzerland



Andy Kollegger
Head Institutional
& Multinational Banking





Le aziende vedono un franco più forte

Le aziende svizzere hanno prospettive contrastanti per quanto riguarda la crescita economica nazionale nel 2025, ma allo stesso tempo prevedono un calo dei tassi guida a livello globale e un conseguente rafforzamento del franco. I maggiori rischi per le valute verranno probabilmente dalla (geo)politica.

Meret Mügeli, Florian Germanier, Alessandro Bee, Maxime Botteron, Matteo Mosimann

Nell'ambito del nostro sondaggio annuale sulle valute, in autunno abbiamo chiesto a circa 400 aziende le loro opinioni sull'andamento dell'economia e dei tassi di cambio. Quasi la metà delle aziende partecipanti opera nell'industria, il resto nel settore dei servizi. Nel 60 per cento dei casi si tratta di aziende esportatrici, che generano cioè più del 10 per cento del loro fatturato attraverso le esportazioni. Quasi l'80 per cento sono aziende importatrici che importano più del 10 per cento dei loro fattori di produzione dall'estero. Di conseguenza, la maggior parte delle aziende intervistate è orientata al commercio estero e quindi è esposta ai rischi di cambio.

L'euro è la valuta di riferimento

La valuta di acquisto principale per la metà delle aziende intervistate è l'euro, seguito dal franco svizzero e dal dollaro statunitense. La sterlina inglese, lo yen giapponese e altre valute giocano solo un ruolo minore. Questo è vero in egual misura sia per le aziende dell'industria che per quelle dei servizi. Le monete estere sono naturalmente più importanti per le aziende importatrici: per il 58 per cento, l'euro è la valuta principale per gli acquisti, seguito dal franco svizzero (23 per cento) e dal dollaro statunitense (15

per cento). Per le aziende orientate verso l'economia nazionale, invece, la valuta di riferimento è il franco svizzero (figura 1).

Anche nella vendita emergono chiare differenze in base all'attività di commercio estero (figura 2). Le aziende orientate all'esportazione vendono più frequentemente in euro (55 per cento), al secondo e al terzo posto troviamo dollaro statunitense (22 per cento) e franco svizzero (20 per cento). Questa classifica si riflette nelle aziende dell'industria dal momento che le stesse esportano più spesso dei fornitori di servizi (77 per cento contro 43 per cento). Per le imprese orientate al mercato interno, che comprendono molti fornitori di servizi, il franco è chiaramente la valuta di riferimento.

Anche l'ultimo sondaggio conferma quindi il predominio dell'euro nel commercio estero. Negli ultimi anni, più della metà delle aziende attive nel commercio estero ha indicato l'euro come la valuta principale per gli acquisti e le vendite.

L'euro è la valuta più frequentemente oggetto di copertura

Quasi la metà degli intervistati (46 per cento) ha dichiarato di coprire i rischi di cambio. Le aziende che si concentrano sul commercio estero creano più spesso coperture rispetto a quelle orientate al mercato interno. Rispetto alla media del 42 per cento degli anni precedenti, quindi, un numero maggiore di aziende ricorre alla copertura valutaria.

La valuta più spesso oggetto di copertura è l'euro (figura 3). Il dollaro USA è al secondo posto, seguito dalla sterlina inglese.

Le aziende intervistate utilizzano vari strumenti per coprire i rischi di cambio, con maggiore frequenza operazioni a termine fisse/swap. Le operazioni a termine con possibilità di prelievo flessibile o le soluzioni strutturate con combinazioni sono utilizzate con meno frequenza. Inoltre, il 40 per cento delle aziende si affida alla copertura naturale (natural hedging). Con questo tipo di copertura, le uscite e le entrate in una moneta estera vengono armonizzate il più possibile, in modo da compensare gli effetti di cambio positivi e negativi. Di conseguenza, la copertura naturale è maggiormente utilizzata dalle aziende che sono sia importatrici che esportatrici.

Il grado di copertura medio è del 59 per cento, in linea con la media degli ultimi anni. È più alto tra i fornitori di servizi (62 per cento) che tra le aziende dell'industria (54 per cento). Ciò è probabilmente dovuto al fatto che queste ultime possono beneficiare più spesso della copertura naturale.

Quasi la metà delle aziende effettua coperture periodiche, il 30 per cento in base a progetti e ordini e il 23 per cento in modo opportunistico.

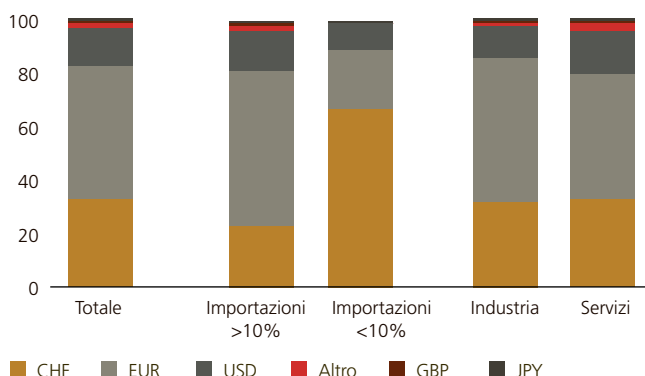
La maggioranza non prevede di adeguare le coperture

Per l'anno in corso, più della metà (60 per cento) delle aziende intervistate prevede un livello di rischio di cambio simile a quello del 2024, mentre poco meno del 30 per cento prevede un aumento del rischio di cambio e solo il 10 per cento una riduzione. Di conseguenza, la maggior parte delle aziende non prevede di aumentare il proprio rapporto di copertura nel 2025. Solo l'11 per cento delle aziende intende aumentare il proprio rapporto di copertura e ancora meno sono quelle che pensano di ridurlo.

Figura 1

In quale valuta acquistate principalmente?

Percentuale delle risposte

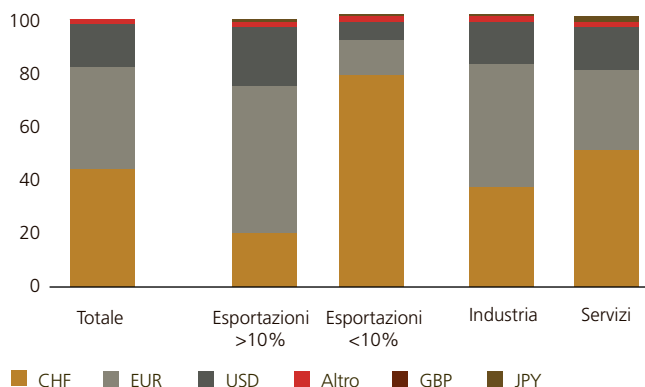


Fonte: UBS Sondaggio sulle valute 2025

Figura 2

Qual è la valuta di riferimento nella vendita?

Percentuale delle risposte

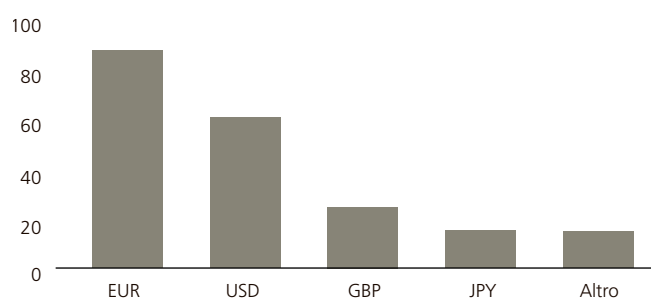


Fonte: UBS Sondaggio sulle valute 2025

Figura 3

Rispetto a quali valute create eventuali coperture?

Percentuale delle risposte da parte delle aziende che coprono i rischi di cambio, possibilità di risposte multiple



Fonte: UBS Sondaggio sulle valute 2025

Le aziende ritengono che i maggiori fattori di volatilità del mercato siano gli eventi (geo)politici, come la politica economica del nuovo presidente degli Stati Uniti Donald Trump, la guerra in Ucraina e le tensioni in Medio Oriente. Anche il contesto economico o le politiche delle banche centrali possono essere all'origine della volatilità, ma sono citati meno frequentemente della (geo)politica.

Prospettive congiunturali contrastanti per la Svizzera

Le prospettive economiche delle imprese per la Svizzera nel 2025 sono piuttosto caute. Il 40 per cento degli intervistati prevede una crescita dell'1 per cento o inferiore. Un terzo delle aziende intervistate prevede che la crescita economica svizzera nel 2025 sarà simile a quella del 2024, tra l'1,1 e l'1,5 per cento. Solo un quarto si aspetta un'accelerazione, ovvero una crescita economica superiore all'1,5 per cento. Le aziende industriali sono più pessimiste sulle prospettive rispetto ai fornitori di servizi, il che non sorprende vista la continua debolezza della domanda estera.

Il 40 per cento delle aziende prevede che nel 2025 l'inflazione in Svizzera sarà inferiore a quella del 2024, tra lo 0,6 e l'1 per cento. Solo pochi prevedono un'inflazione inferiore allo 0,5 per cento. La metà si aspetta ancora un'inflazione superiore all'1 per cento nel 2025, anche se la maggioranza la colloca ancora all'interno della fascia obiettivo della Banca Nazionale Svizzera (BNS), compresa tra lo 0 e il 2 per cento. Solo il 6 per cento delle aziende intervistate prevede un'inflazione superiore al 2 per cento (figura 4).

Secondo gli intervistati, il tasso guida della BNS dovrebbe attestarsi in media attorno allo 0,5 per cento alla fine del

2025. Solo un quarto delle aziende si attende che la BNS ridurrà ulteriormente il tasso guida rispetto all'attuale livello dello 0,5 per cento. Un numero significativamente maggiore di aziende si aspetta ulteriori tagli dei tassi di interesse da parte della Banca Centrale Europea (BCE) e dell'istituto di emissione statunitense Fed. In media, collocano il limite superiore della banda di oscillazione dei tassi di interesse della Fed al 3 per cento. Anche per la BCE il 77 per cento prevede ulteriori riduzioni dei tassi di interesse e in media si aspetta un tasso guida al 2 per cento alla fine del 2025. Ciò significa che i partecipanti al sondaggio prevedono più riduzioni dei tassi di interesse per la Fed e la BCE che per la BNS. Ciò dovrebbe ridurre il differenziale di tasso di interesse dell'euro e del dollaro statunitense rispetto al franco, a beneficio di quest'ultimo.

Le aziende vedono un franco più forte

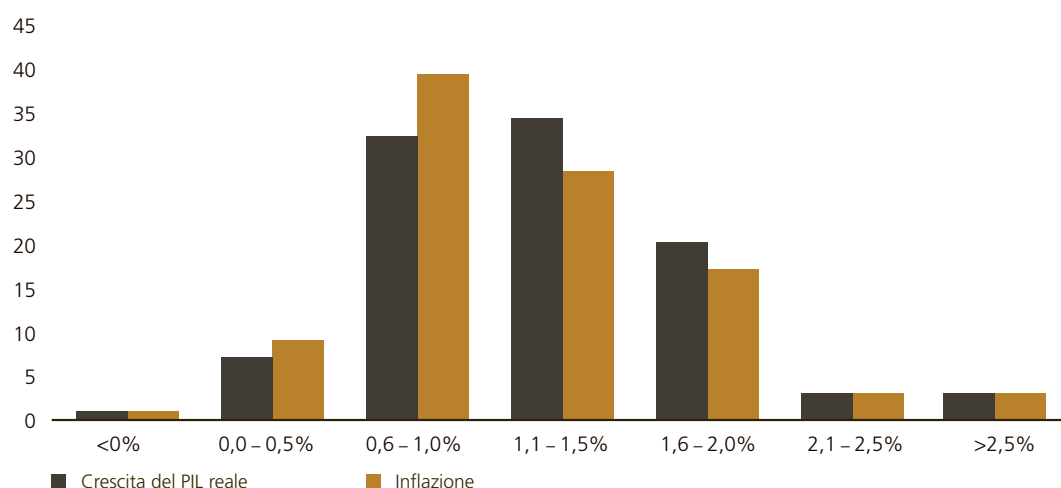
Le aspettative di un calo del differenziale dei tassi di interesse si riflettono anche nelle previsioni sui tassi di cambio delle aziende.

Tre quarti degli intervistati prevedono un tasso di cambio EURCHF compreso tra 0,90 e 0,95 entro la fine del 2025. Solo il 13 per cento si attende un corso inferiore e solo il 10 per cento superiore. Di conseguenza, si aspettano un maggiore apprezzamento del franco sull'euro rispetto al sondaggio di fine 2023. La figura 5 mostra che l'apprezzamento del franco sull'euro è stato sottostimato negli ultimi anni. In media, le aziende intervistate prevedono un tasso di cambio EURCHF a 0,92 alla fine del 2025 e quindi inferiore alle previsioni di UBS (previsione UBS: 0,93). Tuttavia, le previsioni delle aziende e quelle di UBS sono relativamente simili.

Figura 4

Aspettative economiche e di inflazione delle imprese intervistate per la Svizzera

Percentuale delle risposte



Fonte: UBS Sondaggio sulle valute 2025

Rispetto all'ultimo sondaggio, si prevede un CHF sensibilmente più forte anche sul USD. Il 75 per cento dei partecipanti al sondaggio indica un USDCHF tra 0,80 e 0,90 alla fine del 2025. Il 18 per cento si aspetta un prezzo superiore a questo valore, mentre solo pochi prevedono un prezzo inferiore. Ne consegue un'aspettativa media per il tasso di cambio USDCHF di 0,85 (previsione di UBS: 0,88).

Vi sono inoltre differenze nelle aspettative prima e dopo l'elezione di Donald Trump a Presidente degli Stati Uniti. In generale secondo le aziende l'elezione di Donald Trump è positiva per il dollaro. L'aspettativa media sul tasso di cambio era più alta dopo le elezioni rispetto a prima (0,86 vs 0,84). Per contro, le previsioni delle aziende per il tasso di cambio EURCHF non sono state influenzate dalle elezioni statunitensi.

Rispetto all'USD e all'EUR, le previsioni delle aziende per il tasso di cambio GBPCHF sono più simili alle aspettative di fine anno per il 2024. Secondo le aziende intervistate, il tasso di cambio sarà probabilmente pari a 1,08 alla fine del 2025. Questo dato mostra una maggiore discrepanza con la previsione di UBS di 1,13. Tuttavia, le previsioni su GBPCHF delle aziende sono relativamente molto diversificate.

Gli investitori istituzionali prevedono rischi di cambio più elevati nel 2025

Nel nostro sondaggio abbiamo intervistato anche gli investitori istituzionali. Le loro stime sulla crescita economica della Svizzera nel 2025 sono leggermente più positive di quelle delle aziende: il 40 per cento prevede una crescita tra l'1,1 e l'1,5 per cento, il 30 per cento una crescita superiore a tali valori e il 30 per cento una crescita inferiore. Tuttavia, l'andamento dell'inflazione è valutato in modo simile e le aspettative sui tassi guida della BNS e della BCE sono in linea con quelle delle aziende intervistate. Tuttavia, gli investitori istituzionali si aspettano in media che la Fed tagli i tassi di interesse di 50 punti base in meno (3,5 per cento invece di 3 per cento).

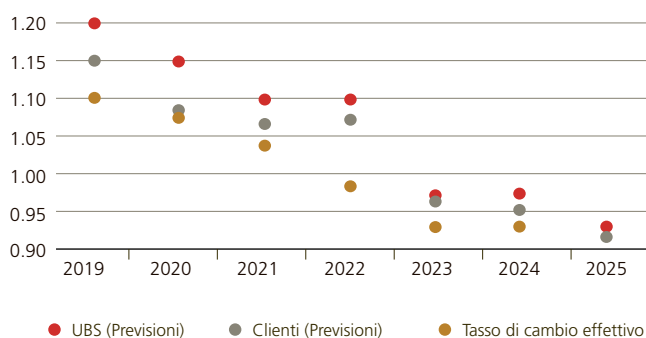
Gli investitori istituzionali, come le aziende, vedono i tassi di cambio alla fine del 2025 a 0,92 per EURCHF, 0,85 per USDCHF e 1,09 per GBPCHF. Tuttavia, sono più numerosi gli intervistati che prevedono rischi di cambio più elevati nel corso dell'anno rispetto alle aziende.

¹ Previsioni Credit Suisse fino al 2023, come la rilevazione dei cambi fino al 2024 pubblicato da Credit Suisse. Poi le previsioni di UBS.

Figura 5

Confronto delle previsioni su EURCHF

Previsioni sui tassi di cambio e tassi di cambio effettivi a fine anno (media di dicembre)

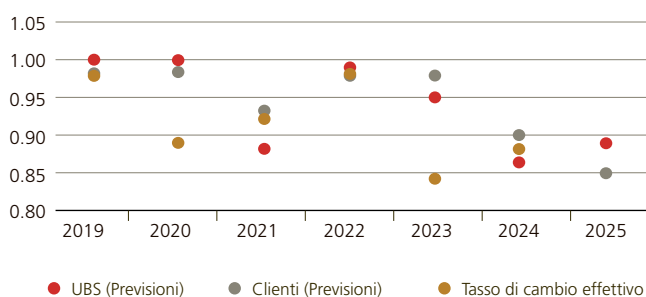


Fonte: UBS Sondaggio sulle valute 2025

Figura 6

Confronto delle previsioni su USDCHF

Previsioni sui tassi di cambio e tassi di cambio effettivi a fine anno (media di dicembre)

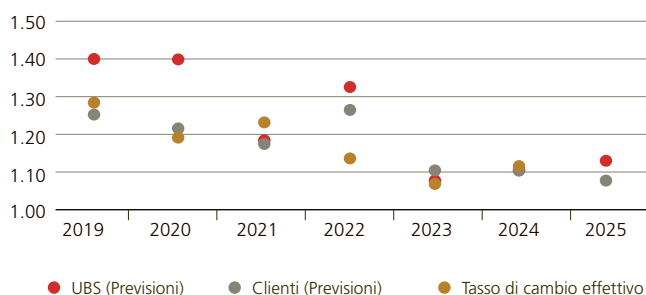


Fonte: UBS Sondaggio sulle valute 2025

Figura 7

Confronto delle previsioni su GBPCHF

Previsioni sui tassi di cambio e tassi di cambio effettivi a fine anno (media di dicembre)



Fonte: UBS Sondaggio sulle valute 2025



Le banche centrali mantengono il controllo

Il calo dell'inflazione consente alle banche centrali di abbassare ulteriormente i tassi guida. Tuttavia, la BCE e l'istituto di emissione statunitense, Fed, hanno un potenziale ancora maggiore in questo senso rispetto alla BNS. Il calo del differenziale dei tassi d'interesse dovrebbe quindi sostenere il franco svizzero rispetto al dollaro statunitense e all'euro.

Alessandro Bee, Florian Germanier, Meret Mügeli

Economia mondiale

Nel 2024 è arrivato l'atteso taglio dei tassi di interesse, anche se più tardi del previsto. L'inflazione si è indebolita e la congiuntura globale ha retto meglio di quanto molti temevano. Prevediamo una solida crescita dell'economia globale anche nel 2025. Tutte le regioni possono contribuire a questo obiettivo: la crescita negli Stati Uniti sarà probabilmente trainata dai tagli ai tassi di interesse e alle imposte, in Europa dall'aumento dei salari reali e in Cina dal pacchetto di stimoli economici del governo.

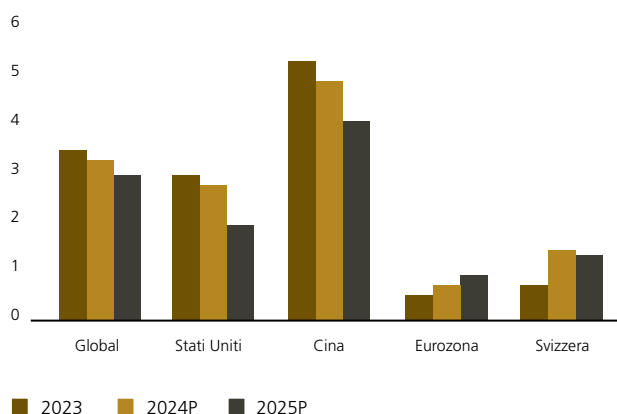
Europa: l'aumento dei salari reali sta avendo un effetto?

Negli ultimi trimestri la crescita dell'Eurozona ha risentito dei prezzi dell'energia ancora relativamente alti, degli elevati tassi di interesse e di una politica fiscale meno generosa. Tuttavia, un aumento significativo dei salari reali dovrebbe dare una spinta al consumo europeo nel 2025. Ma la ripresa è associata a rischi. Negli ultimi mesi gli indici dei responsabili degli acquisti dei fornitori di servizi non hanno mostrato alcun segno di miglioramento. La politica com-

Figura 1

Prospettive congiunturali solide

Crescita del prodotto interno lordo reale in percentuale, dal 2024 previsioni UBS



Fonti: Macrobond, UBS

merciale di Trump rappresenta un secondo rischio. Oltre alla debolezza della congiuntura, l'Europa è anche afflitta da problemi strutturali, infatti la competitività di molte economie europee non è in buone condizioni. Questo limita il potenziale di una possibile ripresa.

Cina: mercato immobiliare e pacchetto di stimoli economici

In Cina, la crisi immobiliare continua a pesare sulla crescita. L'aumento dei dazi da parte della neoletta amministrazione Trump rappresenta un ulteriore rischio. Allo stesso tempo, il governo cinese sta cercando di stabilizzare la congiuntura con misure di politica monetaria e fiscale: a fine settembre la banca centrale cinese ha allentato significativamente la sua politica monetaria e il governo sta lavorando a un ampio programma di politica fiscale.

USA: tagli ai tassi e Trump

La crescita degli Stati Uniti è stata in grado di resistere agli elevati tassi di interesse degli ultimi due anni. Il ciclo di tagli dei tassi di interesse iniziato nel settembre dello scorso anno dovrebbe continuare a sostenere la crescita. La vittoria elettorale di Donald Trump dovrebbe dare ulteriore slancio all'economia statunitense grazie ai tagli fiscali e alla deregolamentazione dei settori finanziario ed energetico. La politica commerciale presenta dei rischi. Un forte aumento dei dazi non grava solo sui partner commerciali statunitensi, ma anche sui consumi degli Stati Uniti. Una recessione è improbabile, ma non ancora del tutto esclusa. I dazi elevati e generalizzati del governo Trump possono portare a una stagflazione, ovvero a tassi di inflazione elevati con una crescita debole. Un rischio simile è rappresentato anche da uno shock petrolifero. Un'escalation delle tensioni in Medio Oriente potrebbe portare a un forte aumento dei prezzi del petrolio e a un'elevata inflazione negli Stati Uniti e in altri Paesi industrializzati.

Svizzera: sperando nell'Europa

Quest'anno l'industria svizzera e quindi l'intera economia svizzera dovrebbero beneficiare di una leggera ripresa dell'economia europea e di una solida congiuntura globale. Prevediamo che l'economia svizzera, corretta per gli eventi sportivi, crescerà dell'1,5 per cento nel 2025 tornando così a una crescita tendenziale dopo risultati inferiori alla media di lungo periodo nel 2023 e nel 2024. Ciò significa che le nostre aspettative economiche sono leggermente più positive di quelle delle aziende intervistate. Tuttavia, se l'accelerazione prevista nell'Eurozona non si concretizzerà, è probabile che nel 2025 l'economia svizzera continui a crescere a un tasso inferiore alla media.

Tassi guida

BNS: ulteriori tagli ai tassi di interesse

È probabile che la Banca nazionale svizzera (BNS) continuerà a tagliare i tassi di interesse nel 2025. Partendo dal presupposto che il tasso guida sarà pari allo 0,25 per cento alla fine del 2025, ci aspettiamo un taglio dei tassi in più rispetto alle aziende intervistate. Quest'anno l'inflazione dovrebbe attestarsi ben al di sotto dell'1 per cento. Inoltre, anche la BNS è probabilmente preoccupata per la ripresa economica dell'Eurozona e quindi anche dell'economia svizzera. Tuttavia, visto il basso livello dei tassi di interesse, il potenziale di nuovi tagli è limitato se la BNS non vuole reintrodurre tassi di interesse negativi.

I tassi di interesse negativi sono possibili, ma improbabili. Se la Banca centrale europea (BCE) dovesse riportare i tassi guida verso lo zero, la BNS sarebbe costretta a reintrodurre i tassi di interesse negativi per evitare, con un differenziale di tasso di interesse sufficientemente ampio, che il franco svizzero si apprezzi troppo. Tuttavia, un simile contesto nell'Eurozona non è uno scenario di base, ma corrisponderebbe a una recessione.

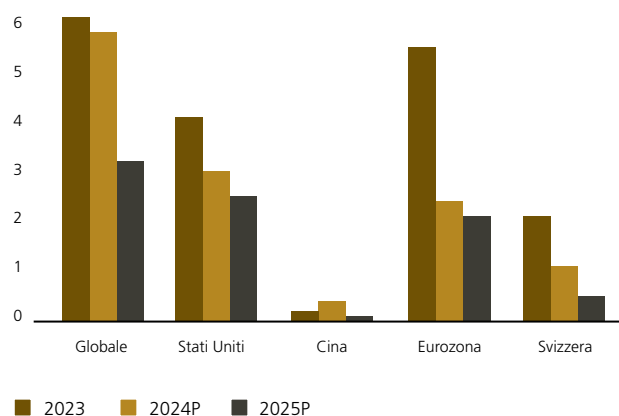
Fed e BCE: più potenziale della BNS

L'istituto di emissione statunitense ha iniziato il ciclo di tagli dei tassi a settembre. Poiché l'inflazione si sta avvicinando all'obiettivo della Fed del 2 per cento, sono probabili ulteriori tagli. Entro la fine del 2025, prevediamo riduzioni per un totale di 50 punti base fino a un livello compreso tra il 3,75 e il 4 per cento. Nell'Eurozona il calo dell'inflazione dovrebbe consentire anche alla BCE di continuare a ridurre

Figura 2

L'inflazione si attenua

Inflazione in percentuale, previsioni UBS dal 2024



Fonti: Macrobond, UBS

i tassi, il che è a maggior ragione giustificato dalla debolezza della crescita. Quest'anno prevediamo una riduzione dei tassi di interesse complessivamente di 100 punti base, che porterà il tasso di riferimento della BCE al 2 per cento.

Valute

USDCHF: Trump frena la tendenza al ribasso

È probabile che la Fed, con un ampio potenziale di riduzione dei tassi di interesse, da un lato, e la BNS, con un potenziale limitato, dall'altro, rimangano i driver dominanti del tasso di cambio USDCHF. Secondo il nostro modello di parità del potere d'acquisto, il dollaro statunitense è sopravvalutato rispetto al franco svizzero. Entrambi conferiscono al franco un potenziale di apprezzamento nei confronti del dollaro USA.

Tuttavia, è probabile che l'apprezzamento del franco sia molto meno pronunciato di quanto previsto prima della vittoria elettorale di Donald Trump. La sua politica economica dovrebbe tendenzialmente portare a una maggiore crescita e a una maggiore inflazione e quindi anche a tassi di interesse più alti rispetto a quanto inizialmente ipotizzato. Ciò non è sufficiente a compensare per il calo del differenziale dei tassi d'interesse come driver principale, poiché la Fed reagirà all'attuale calo dell'inflazione nei prossimi trimestri. Ma l'apprezzamento del franco svizzero dovrebbe comunque risultare di conseguenza indebolito. Vediamo il tasso di cambio USDCHF scendere a un livello di 0,88 nei prossimi dodici mesi.

Sebbene la politica economica di Trump rafforzerà il dollaro nel breve periodo, è probabile che la valuta statunitense subisca pressioni ancora maggiori nel lungo periodo. L'aumento dell'inflazione e le preoccupazioni per il debito degli Stati Uniti potrebbero pesare sul dollaro più di quanto previsto in precedenza.

EURCHF: in una fascia ristretta

Nel breve termine, il franco dovrebbe tendere a rafforzarsi. Come per il dollaro USA, il differenziale di tasso di interesse dell'euro rispetto al franco è destinato a ridursi gradualmente. Inoltre, gli attuali rischi politici ed economici in Europa stanno rafforzando il franco svizzero come «porto sicuro».

Se la ripresa che prevediamo per l'Eurozona si concretizzerà nel corso dell'anno, la moneta unica dovrebbe ricevere una spinta in avanti. Inoltre, un'attenuazione della guerra in Ucraina o un calo dei rischi politici in Europa potrebbero sostenere l'euro.

Nel complesso, tuttavia, è probabile che il tasso di cambio

EURCHF rimanga all'interno di un intervallo ristretto. La BNS presumibilmente si opporrà a un forte apprezzamento del franco svizzero, soprattutto se la ripresa dell'industria non dovesse concretizzarsi.

Contro un forte apprezzamento dell'euro potrebbe giocare il fatto che l'economia dell'Eurozona non solo sta affrontando sfide economiche, ma soffre anche di un calo di competitività, che riguarda in particolare la sua locomotiva designata, la Germania. Vediamo il tasso di cambio EURCHF a un livello di 0,93 nei prossimi dodici mesi.

Previsioni sulle valute (Chief Investment Office)

	13.01.2025	mar 2025	giu 2025	sett 2025	dic 2025
USDCHF	0.92	0.93	0.91	0.89	0.88
EURCHF	0.94	0.93	0.93	0.93	0.93
GBPCHF	1.11	1.11	1.12	1.12	1.13

Fonte: UBS



Coprire i rischi valutari: strategie e strumenti

Per la copertura valutaria ci si concentra sui rischi delle transazioni. Con una strategia di copertura a rotazione si tiene conto del fatto che i flussi di pagamento sono più incerti quanto più sono lontani nel futuro. La scelta degli strumenti di copertura dovrebbe dipendere dal grado di flessibilità dell'azienda e dalla misura in cui si vuole incorporare la propria valutazione dei mercati dei cambi.

Alessandro Bee

Le aziende esportatrici e importatrici sono esposte a rischi valutari. Le oscillazioni dei tassi di cambio hanno un effetto duplice: complicano la pianificazione finanziaria e possono appesantire il risultato operativo. L'obiettivo di una copertura valutaria è quindi quello di ottenere una maggiore sicurezza di pianificazione per un'azienda e una minore oscillazione dei risultati. Le aziende devono quindi porsi le seguenti domande: Quali rischi valutari vogliamo coprire? Quale strategia vogliamo adottare e quanto dovrebbe essere lungo l'orizzonte di copertura? Quali strumenti intendiamo utilizzare?

Vari rischi valutari

Ogni azienda incontra rischi valutari in varie fasi della propria attività, sia quando acquista o vende prodotti, sia quando valuta delle società affiliate. Tali rischi possono anche limitare la competitività.

1. **I rischi di transazione** interessano i flussi di pagamento: quando si acquistano e si vendono prodotti in valuta estera, in caso di reddito da dividendi o

quando si accede a un credito in moneta estera, le oscillazioni valutarie possono influenzare l'utile calcolato. I rischi di transazione sono il fulcro della copertura valutaria.

2. **I rischi di traslazione** derivano dalla conversione di voci del conto economico e del bilancio di società affiliate estere nella valuta della casa madre. I rischi di traslazione per lo più non sono coperti direttamente, ma l'assunzione di crediti in valute estere può fungere da "copertura naturale" (Natural Hedge). Tuttavia, una copertura diretta ha senso se, ad esempio, una società affiliata estera sta per essere venduta.
3. **Rischi economici:** Le oscillazioni dei cambi influiscono sulla competitività dell'azienda. Tali rischi sono raramente coperti direttamente perché troppo difficili da quantificare. A lungo termine, possono essere ridotti attraverso una copertura naturale: la produzione si sposta nell'area monetaria in cui avvengono le vendite per ridurre il rischio di cambio.

Strategie di copertura valutaria

Un'impresa attiva principalmente sul mercato nazionale può coprire in modo specifico i proventi generati da un grosso ordinativo dall'estero. Anche una copertura opportunistica può essere un'opzione quando le aziende vedono il tasso di cambio in vigore come vantaggioso e vorrebbero "accaparrarselo".

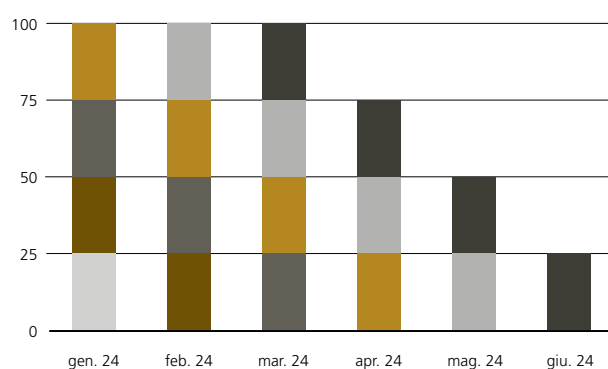
La copertura sistematica dei rischi valutari si effettua invece regolarmente e sulla base di una strategia. Questo aiuta ad aumentare l'affidabilità della pianificazione e a ridurre le oscillazioni nei risultati.

Il punto di partenza per una strategia di copertura valutaria di questo tipo è un piano di liquidità a breve termine da cui possono essere derivate future posizioni (nette) in valuta estera prevedibili.

Quanto più i flussi di pagamento sono lontani nel futuro, tanto minore è di norma la loro prevedibilità. Allo stesso tempo, le oscillazioni di corso hanno un impatto maggiore sui pagamenti che vengono effettuati a breve termine e con un grado di certezza relativamente elevato. Per delimitare in modo efficace la volatilità dei flussi di pagamento, si dovrebbero coprire quelli vicini nel tempo e facilmente stimabili.

Figura 1

Illustrazione di una strategia di copertura a rotazione
Flussi di pagamento di un'impresa e copertura in percentuale



Copertura in:

■ feb. 24 ■ gen. 24 ■ dic. 23 ■ nov. 23 ■ ott. 23 ■ set. 23

Fonti: UBS, in base a: Lütolf, Rupp e Birrer - Handbuch Finanzmanagement (2019)

Copertura su base mobile

In una strategia su base mobile la copertura dei flussi di pagamento è distribuita su diversi punti temporali. Nella figura 1, a gennaio è coperto il 25 per cento dei flussi di pagamento per il mese di febbraio (al tasso di cambio a termine corrente per un mese, in grigio) e il 25 per cento per il mese di marzo (al tasso di cambio a termine corrente per due mesi), e così via. A febbraio (in nero), il 25 per cento è a sua volta coperto per il mese di marzo, il 25 per cento per aprile, e così via.

La copertura su base mobile ha due grandi vantaggi:

1. Sono coperti principalmente i flussi di pagamento più vicini nel tempo e più prevedibili. A febbraio, tutti i flussi di pagamento di marzo sono coperti, mentre per il mese di giugno lo è solo il 25 per cento.
2. Il tasso di cambio per i flussi di pagamento di marzo risulta dalla media di vari tassi di cambio a termine da novembre a febbraio. Se a febbraio l'intero flusso di pagamento di marzo fosse stato coperto con un'operazione su divise per un mese, il risultato includerebbe solo questo tasso. Di norma, una media ponderata di diversi tassi di cambio mostra meno volatilità di una serie di tassi di cambio individuali.

Strumenti

Al fine di valutare quale strumento sia più adatto a ridurre il rischio in una specifica situazione, gli strumenti vengono confrontati in relazione a tre obiettivi di copertura valutaria: 1. un grado di copertura maggiore, 2. la possibilità di partecipare a un andamento del cambio vantaggioso e 3. costi di copertura più bassi possibili (tabella 1).

Tabella 1

Strumenti di copertura valutaria e loro caratteristiche

Strumento	Copertura	Partecipazione	Costi di copertura
1. Operazione a pronti su divise	Nessuna	Completa	Nessuna
2. Operazione a termine su divise	Completa	Nessuna	Il tasso a termine di solito è peggiore del corso spot
3. Opzioni su divise	Completa	Completa	Pagamento del premio
4. Strumenti a copertura totale / partecipazione parziale	Completa	Parziale	Strike peggiore rispetto al tasso a termine
5. Strumenti a copertura e partecipazione parziale	Parziale	Parziale	Incertezza sull'importo coperto

Fonte: UBS

1. Operazione a pronti su divise
L'operazione a pronti su divise non è una copertura, ma si presta a essere utilizzata come benchmark per valutare gli altri strumenti. Le valute estere vengono acquistate o vendute al tasso corrente al momento del pagamento. Se non c'è copertura fino al momento del pagamento, non ci sono nemmeno dei costi di copertura. Inoltre, ciò consente di partecipare a un andamento favorevole dei tassi di cambio.

2. Operazione a termine su divise
In un'operazione a termine su divise, una valuta viene acquistata o venduta in una scadenza specifica. Il tasso di cambio è fissato nel momento in cui si conclude l'affare e l'operazione a termine è vincolante per entrambe le parti.

Con un'operazione a termine, il flusso di pagamento può essere interamente coperto. Tuttavia, non è possibile partecipare a un andamento favorevole del tasso di cambio. In termini di costi, dal punto di vista del franco svizzero il tasso a termine è di solito peggiore del tasso spot attuale.

Le operazioni a termine non si distinguono per un'elevata flessibilità. Attualmente, tuttavia, vengono proposte anche operazioni che consentono di prelevare un importo già nel corso della durata e non solo alla fine della stessa, il che conferisce all'operazione a termine una certa flessibilità.

3. Operazioni con opzioni su divise
Nelle operazioni con opzioni su divise, il compratore acquisisce il diritto di acquistare o vendere una valuta in un determinato momento o entro un certo periodo a un prezzo fisso (strike), ma non è comunque obbligato a farlo.

Con un'operazione su opzioni, il flusso di pagamento può essere interamente coperto e il compratore può partecipare pienamente a un andamento positivo della valuta. In termini di costi, sussiste il pagamento del premio iniziale. Questo è determinato dal grado di attrattiva dell'opzione e quindi, tra le altre cose, dalla divergenza dello strike dal prezzo corrente.

La combinazione di diverse opzioni permette di creare strumenti più flessibili rispetto a quelli descritti sopra.

4. **Strumenti con copertura totale e partecipazione parziale**

Come un'operazione a termine su divise, questi strumenti consentono al compratore di acquisire l'importo concordato al prezzo strike stabilito in caso di andamento valutario sfavorevole. Questo è tuttavia leggermente meno conveniente rispetto al prezzo a termine. In caso di andamento valutario favorevole, il compratore può trarne un profitto parziale. A seconda dello strumento, la partecipazione è strutturata in modo diverso: ad esempio, il compratore può beneficiare di un tasso di cambio favorevole finché non è stata superata o raggiunta una barriera predefinita.

La copertura completa dell'importo con questi strumenti rimane garantita, ma a ciò si aggiunge anche la possibilità di partecipare parzialmente a un andamento favorevole. A differenza delle operazioni su opzioni non c'è un premio iniziale ma, in caso di andamento valutario sfavorevole, il tasso di cambio coperto è leggermente peggiore di quello a termine, ossia lo strumento è associato a costi leggermente più elevati rispetto a un'operazione a termine su divise classica.

5. **Strumenti con copertura e partecipazione**

Questi strumenti consentono al compratore di acquistare l'importo concordato al prezzo strike concordato in caso di andamento valutario sfavorevole (come in una normale operazione a termine su divise) e lo strike è ancora più interessante che con un'operazione a termine. Tuttavia, se l'andamento valutario è favorevole, il compratore può essere costretto ad acquistare una quantità maggiore di valuta estera al prezzo strike.

A differenza di un'operazione su opzioni, non viene addebitato alcun premio. Se l'andamento valutario è sfavorevole, il tasso di cambio coperto è ancora meglio del tasso a termine su divise. Tuttavia, all'inizio il compratore dello strumento non sa quale parte dell'importo sia effettivamente coperta e deve quindi scendere a compromessi su tale obiettivo.

Integrazione degli strumenti in una strategia di copertura

Per decidere quale strumento utilizzare e quando, l'azienda deve riflettere su quali obiettivi hanno la priorità e per quale parte dei flussi di pagamento.

1. **Copertura di base**

per la parte del flusso di pagamento la cui priorità è creare una garanzia di pianificazione elevata sia per quanto riguarda l'importo coperto che il tasso di cambio, si raccomanda una classica operazione a termine su divise.

2. **Copertura dell'obiettivo**

se la garanzia della pianificazione per quanto riguarda l'importo coperto deve essere elevata, ma l'azienda è disposta ad accettare un tasso di cambio leggermente peggiore nel caso sfavorevole per la possibilità di trarre profitto dall'andamento del tasso di cambio nel caso favorevole, si raccomandano opzioni su divise o strumenti con copertura integrale e partecipazione parziale. In questo caso, l'azienda può portare il proprio contributo sull'andamento del mercato valutario.

3. **Copertura massima**

se la copertura è auspicabile ma non immediatamente necessaria, sono adatti strumenti con copertura parziale e partecipazione parziale. Questo può essere il caso se, ad esempio, l'azienda ha una certa flessibilità nel saldo delle fatture. Con questi strumenti, l'azienda può assicurarsi la copertura a condizioni vantaggiose, ma si assume il rischio di non sapere esattamente quanto sarà effettivamente coperto in un determinato periodo di tempo.

Le opinioni d'investimento di UBS Chief Investment Office («CIO») sono elaborate e pubblicate dalla divisione Global Wealth Management di UBS Switzerland AG (disciplinata dalla FINMA in Svizzera) o da una sua affiliata («UBS»), parte di UBS Group SA («Gruppo UBS»). Il Gruppo UBS comprende l'ex Credit Suisse AG e le sue filiali, succursali e affiliate. Si vedano le ulteriori avvertenze relative a Credit Suisse Wealth Management alla fine di questa sezione.

Le opinioni d'investimento sono state formulate in conformità delle norme di legge volte a promuovere **una ricerca d'investimento indipendente**.

Ricerca d'investimento generica – Informazioni sui rischi

Questa pubblicazione viene distribuita **solo a fini informativi** e non deve essere intesa come un'offerta né una sollecitazione di offerta per l'acquisto o la vendita di prodotti d'investimento o di altri prodotti specifici. L'analisi contenuta nella presente pubblicazione non costituisce una raccomandazione personale né tiene conto degli obiettivi d'investimento, delle strategie d'investimento, della situazione finanziaria o delle esigenze particolari di un determinato destinatario. Si basa su numerosi presupposti. Presupposti diversi potrebbero dare risultati sostanzialmente diversi. Alcuni prodotti e servizi sono soggetti a restrizioni legali e non possono essere offerti in tutto il mondo in modo incondizionato e/o potrebbero non essere idonei alla vendita a tutti gli investitori. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute attendibili e in buona fede; tuttavia, si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per l'eventuale mancanza di correttezza o completezza (a eccezione della divulgazione di informazioni relative a UBS). Tutte le informazioni e le opinioni così come le previsioni, le stime e i prezzi di mercato indicati si riferiscono unicamente alla data della presente pubblicazione e sono soggetti a cambiamenti senza preavviso. Le opinioni qui espresse possono discostarsi o essere contrarie alle opinioni espresse da altri dipartimenti o divisioni di UBS a seguito dell'utilizzo di presupposti e/o criteri diversi.

Il presente documento e le informazioni ivi contenute (tra cui previsioni, valori, indici o altri importi calcolati («Valori»)) non possono in alcun caso essere utilizzati per i seguenti scopi: (i) a fini di valutazione o di contabilità; (ii) per stabilire gli importi dovuti o da versare, il prezzo o il valore di uno strumento finanziario o di un contratto finanziario; o (iii) per misurare la performance di uno strumento finanziario, anche, tra l'altro, con l'obiettivo di monitorare il rendimento o la performance di un Valore o di definire l'asset allocation di un portafoglio oppure di calcolare le commissioni di performance. Ricevendo il presente documento e le informazioni ivi contenute si ritiene che dichiarate e assicurate a UBS che non userete questo documento e che non farete diversamente affidamento sulle informazioni ivi contenute per gli scopi di cui sopra. UBS e ogni suo dirigente o dipendente possono in ogni momento essere autorizzati a detenere posizioni lunghe o corte in strumenti d'investimento menzionati in questa pubblicazione, effettuare operazioni che coinvolgono tali strumenti d'investimento in conto proprio o in conto terzi o fornire qualsiasi altro servizio o avere funzionari che operano in qualità di dirigenti nei confronti dell'emittente, dello strumento d'investimento stesso o di una società commercialmente o finanziariamente collegata a tali emittenti. In ogni momento, le decisioni d'investimento (compresa la scelta di acquistare, vendere o detenere titoli) prese da UBS e dai suoi dipendenti possono differire o essere contrarie alle opinioni espresse nelle pubblicazioni di ricerca di UBS. Alcuni investimenti possono non essere immediatamente realizzabili, dal momento che lo specifico mercato può essere illiquido, e di conseguenza la valutazione dell'investimento e la determinazione del rischio possono essere difficili da quantificare. UBS fa affidamento su barriere all'informazione per controllare il flusso di informazioni contenute in una o più aree di UBS verso altre aree, unità, divisioni o affiliate di UBS. Le operazioni su future e opzioni non sono idonee a tutti gli investitori poiché comportano un elevato rischio di perdita e possono generare perdite superiori all'investimento iniziale. I risultati passati di un investimento non rappresentano una garanzia dei suoi rendimenti futuri. Maggiori informazioni saranno rese disponibili su richiesta. Alcuni investimenti possono essere soggetti a improvvise e consistenti perdite di valore e allo smobilizzo dell'investimento è anche possibile ricevere una somma inferiore a quella inizialmente investita o dover effettuare un versamento integrativo. Le variazioni dei corsi di cambio possono avere un effetto negativo sul prezzo, sul valore o sul rendimento di un investimento. L'analista/Gli analisti responsabile/i della preparazione di questo rapporto può/possono interagire con il personale del trading desk, il personale di vendita e altre unità allo scopo di raccogliere, sintetizzare e interpretare informazioni di mercato.

Ogni area, gruppo e team all'interno del Gruppo UBS può produrre e distribuire prodotti di ricerca separati **in maniera indipendente dagli altri**. Ad esempio, le pubblicazioni di ricerca del **CIO** sono prodotte da UBS Global Wealth Management. Le pubblicazioni di **UBS Global Research** sono prodotte da UBS Investment Bank. **Le metodologie di ricerca e i sistemi di rating di ogni unità di ricerca separata possono differire**, ad esempio, in termini di raccomandazioni d'investimento, orizzonte d'investimento, presupposti dei modelli e metodi valutativi. Di conseguenza, a eccezione di alcune previsioni economiche (alle quali il CIO di UBS e UBS Global Research possono collaborare), le raccomandazioni d'investimento, i rating, gli obiettivi di prezzo e le valutazioni provenienti da ogni unità di ricerca separata possono essere differenti o non coerenti tra loro. Per maggiori informazioni sulle metodologie e i sistemi di rating utilizzati si rimanda al singolo prodotto di ricerca in questione. Non tutti i clienti hanno necessariamente accesso a tutti i prodotti di ogni unità. Ogni prodotto di ricerca è soggetto alle politiche e procedure dell'unità che lo produce.

Il compenso degli analisti che si sono occupati della preparazione di questo resoconto è determinato esclusivamente dalla direzione del servizio ricerche e dal senior management (esclusa la divisione dei servizi bancari d'investimento). Il compenso degli analisti non si basa sui ricavi dei servizi di banca d'investimento, di vendita e negoziazione o di negoziazione in conto proprio, ma può essere collegato ai ricavi complessivi del Gruppo UBS, che comprendono i servizi di banca d'investimento, di vendita e negoziazione e di negoziazione in conto proprio.

Il trattamento fiscale dipende dalla situazione personale e potrebbe subire variazioni in futuro. UBS non fornisce consulenza legale o fiscale e non rilascia alcuna dichiarazione circa il trattamento fiscale degli attivi o dei loro rendimenti d'investimento, né a titolo generale né in riferimento alla situazione e alle esigenze specifiche del cliente. Ci è impossibile tenere conto degli obiettivi d'investimento, della situazione finanziaria e delle esigenze particolari di ogni singolo cliente e pertanto vi raccomandiamo di rivolgervi a un consulente finanziario e/o fiscale per discutere le implicazioni, comprese quelle fiscali, dell'investimento in qualunque prodotto menzionato nel presente materiale.

È vietata la riproduzione o la distribuzione di copie di questo materiale senza la preventiva autorizzazione di UBS. Se non diversamente convenuto per iscritto, UBS vieta espressamente la distribuzione e il trasferimento di questo materiale a terzi per qualsiasi ragione. UBS

non accetta alcuna responsabilità per eventuali pretese o azioni legali di terzi derivanti dall'uso o dalla distribuzione di questo materiale. Questo materiale è destinato alla distribuzione solo secondo le circostanze permesse dal diritto applicabile. Per informazioni circa le modalità con cui il CIO gestisce i conflitti e mantiene l'indipendenza delle opinioni d'investimento e della sua gamma di pubblicazioni, e circa le metodologie di ricerca e di rating, si rimanda a www.ubs.com/research-methodology. Per ulteriori informazioni circa gli autori della presente pubblicazione e di altre pubblicazioni del CIO eventualmente citate nel presente documento e per richiedere copie di studi passati sullo stesso argomento si prega di rivolgersi al proprio consulente alla clientela.

Informazioni importanti sulle strategie basate sugli investimenti sostenibili: le strategie basate sugli investimenti sostenibili mirano a prendere in considerazione e integrare i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nel processo d'investimento e nella costruzione del portafoglio. Le strategie su varie aree geografiche affrontano l'analisi ESG e ne integrano i risultati in modi diversi. L'inclusione dei fattori ESG o delle considerazioni relative agli investimenti sostenibili può impedire a UBS di partecipare o di fornire consulenza in merito a certe opportunità d'investimento che altrimenti sarebbero in linea con l'obiettivo d'investimento del Cliente. I rendimenti di un portafoglio che include fattori ESG o considerazioni relative a investimenti sostenibili possono essere superiori o inferiori a quelli di un portafoglio per il quale UBS non tiene conto dei fattori ESG, delle esclusioni o di altri aspetti della sostenibilità, ed è possibile che tali portafogli abbiano a disposizione opportunità d'investimento diverse.

Gestori patrimoniali esterni / Consulenti finanziari esterni: qualora la presente ricerca o pubblicazione sia fornita a un gestore patrimoniale esterno o a un consulente finanziario esterno, UBS vieta espressamente che questa sia ridistribuita dal gestore patrimoniale esterno o dal consulente finanziario esterno e che sia resa disponibile ai rispettivi clienti e/o terzi.

Stati Uniti d'America: distribuito a soggetti statunitensi unicamente da UBS Financial Services Inc. o UBS Securities LLC, consociate di UBS SA. UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores Mexico, S.A. de C.V., UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd., UBS Wealth Management Israel Ltd e UBS Menkul Degerler AS sono consociate di UBS SA. **UBS Financial Services Inc. accetta la responsabilità dei contenuti di un documento predisposto da un'affiliata non statunitense quando distribuisce documenti a soggetti statunitensi. Tutte le transazioni di soggetti statunitensi nei titoli citati nel presente documento devono essere effettuate tramite un broker/dealer registrato negli Stati Uniti e affiliato a UBS e non tramite un'affiliata non statunitense. Il contenuto del presente documento non è stato e non sarà approvato da alcuna autorità per gli strumenti finanziari o per gli investimenti negli Stati Uniti o altrove. UBS Financial Services Inc. non agisce in veste di consulente municipale a favore di enti municipali o di persone obbligate nell'accezione della Section 15B del Securities Exchange Act (la «Municipal Advisor Rule») e le opinioni e i giudizi espressi nel presente documento non devono essere intesi come una consulenza, né costituiscono una consulenza, nell'accezione della Municipal Advisor Rule.**

Per maggiori dettagli sul singolo paese, consultare il sito ubs.com/cio-country-disclaimer-gr o chiedere al vostro consulente finanziario le relative informazioni sui rischi.

Ulteriori avvertenze relative a Credit Suisse Wealth Management

Riceve questo documento in qualità di cliente di Credit Suisse Wealth Management. I suoi dati personali saranno trattati in conformità con l'informativa sulla privacy di Credit Suisse, accessibile al suo domicilio attraverso il sito ufficiale di Credit Suisse <https://www.credit-suisse.com>. Al fine di fornirle materiale di marketing relativo a prodotti e servizi, UBS Group SA e le sue filiali potrebbero trattare i suoi dati personali di base (ossia dati di contatto come nome e indirizzo e-mail) fino a quando non comunicherà che non desidera più ricevere tale materiale. È possibile rinunciare a ricevere questo materiale in qualsiasi momento informando il proprio Relationship Manager.

Salvo diversa indicazione riportata in questo documento e/o a seconda dell'entità locale Credit Suisse da cui lo ha ricevuto, la presente relazione è distribuita da UBS Switzerland AG, una società autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale svizzera di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA).

Versione D/2024. CIO82652744

© UBS 2025. Il simbolo della chiave e UBS figurano tra i marchi registrati e non registrati di UBS. Tutti i diritti riservati.