

Marzo 2025

## Messaggi chiave

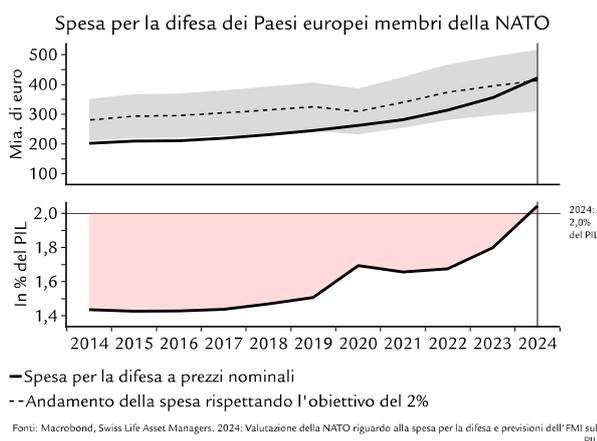
- Stati Uniti: nelle indagini tra le imprese la «Trump euforia» viene meno a causa delle incertezze sui dazi
- Germania: la prospettiva di un governo in grado di agire sostiene la timida ripresa ciclica
- Cina: il dazio del 10% penalizzerà l'economia in misura limitata, ma si prevedono ulteriori dazi

## Previsioni: un raffronto

	Crescita PIL 2025		Crescita PIL 2026		Inflazione 2025		Inflazione 2026	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Stati Uniti	2,3%	2,2%	2,3%	2,0%	2,6% ↑	2,7% ↑	2,4%	2,6%
Eurozona	0,8%	0,9% ↓	1,0%	1,2%	2,0% ↑	2,1% ↑	1,8%	1,9%
Germania	0,3% ↓	0,3% ↓	0,8%	1,0%	2,0%	2,2% ↑	1,8%	1,9%
Francia	0,8%	0,7%	1,1%	1,0% ↓	1,2% ↑	1,4%	1,6% ↓	1,7% ↑
Italia	0,5% ↓	0,7%	0,9%	0,9%	1,8% ↑	1,8% ↑	1,8%	1,7%
Spagna	2,2% ↑	2,4% ↑	1,7% ↑	1,9% ↑	2,3% ↑	2,2% ↑	1,9%	2,0%
Regno Unito	1,2%	1,1% ↓	1,4%	1,3% ↓	2,7% ↑	2,8% ↑	2,1%	2,4% ↑
Svizzera	1,2%	1,2% ↓	2,0%	1,6%	0,2%	0,5% ↓	0,7% ↑	0,8%
Giappone	1,2% ↑	1,2%	0,5%	0,9%	2,9% ↑	2,6% ↑	1,6%	1,8%
Cina	4,1%	4,5% ↑	3,8%	4,1%	0,7% ↓	0,6% ↓	1,5%	1,1%

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 10 febbraio 2025.

## Grafico del mese



Dopo l'invasione russa dell'Ucraina nel 2022, in Europa la spesa per la difesa è aumentata notevolmente e nel 2024 ha raggiunto per la prima volta l'obiettivo della NATO del 2% del prodotto interno lordo europeo. È probabile che la difesa rimanga tra le priorità dell'agenda politica dell'UE e che la spesa degli Stati membri in quest'area continui a salire nei prossimi anni. Tuttavia, il finanziamento continua a sollevare interrogativi per via delle regole fiscali dell'UE. La sospensione della regola fiscale relativa alla spesa per la difesa e l'emissione di «obbligazioni di guerra» europee sono due possibili opzioni.

## Stati Uniti Reality check

### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,3%	2025: 2,2%
2026: 2,3%	2026: 2,0%

L'ondata di notizie provenienti dalla Casa Bianca non accenna a diminuire, ma finora ha perlopiù confermato le nostre previsioni: (1) a eccezione dei dazi del 10% sulle merci cinesi, finora vi sono state solo minacce e soprattutto nei confronti dei Paesi industrializzati ci aspettiamo dazi mirati anziché alti e su larga scala. Questa ipotesi sarà messa alla prova nelle prossime settimane, in cui sono previste diverse scadenze. Il rischio è sottovalutare l'intenzione del governo USA di generare entrate attraverso i dazi doganali. (2) I toni duri hanno effettivamente scoraggiato l'immigrazione, ma finora le minacce di «deportazioni di massa» non si sono concretizzate. Il Congresso intende stanziare fondi a questo scopo, ma occorrerà molto tempo prima che siano disponibili il personale e le infrastrutture necessari. (3) Ora la deregolamentazione dovrebbe essere estesa anche al settore finanziario. (4) Per quanto riguarda la politica fiscale, potremmo aver sottovalutato la volontà di ridurre il disavanzo. Le prime bozze di bilancio del Congresso prevedono, tra l'altro, tagli a programmi sociali come Medicaid per finanziare la proroga degli sgravi fiscali del primo mandato di Trump. L'esito del dibattito è aperto, quindi aspettiamo a rivedere le nostre previsioni, ma è evidente che l'incertezza è aumentata e molti sondaggi suggeriscono una certa disillusione dopo la «Trump euforia» iniziale.

### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,6%	2025: 2,7%
2026: 2,4%	2026: 2,6%

Come negli anni scorsi, a gennaio l'inflazione primaria e l'inflazione di fondo hanno sorpreso al rialzo. È ancora difficile stimare in che misura ciò derivi dai fattori stagionali e dai capricci del meteo e quanto sia effettivamente dovuto a un aumento delle pressioni inflazionistiche. Tuttavia, questa dinamica ha fatto salire le aspettative d'inflazione sui mercati finanziari, tra le imprese e tra i consumatori e, insieme all'incertezza sui nuovi dazi, ha indotto la Federal Reserve ad assumere un atteggiamento attendista.

## Eurozona E se...

### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,8%	2025: 0,9%
2026: 1,0%	2026: 1,2%

Il Presidente statunitense Trump ha fatto scalpore con i suoi sforzi per giungere a un trattato di pace tra la Russia e l'Ucraina. Gli ostacoli per un accordo con ottime garanzie di sicurezza sono notevoli e le trattative potrebbero trascinarsi per mesi, motivo per cui non abbiamo ancora rivisto le nostre previsioni. Un trattato avrebbe diverse conseguenze economiche per l'Europa. Innanzitutto, potrebbe portare a un alleggerimento delle sanzioni contro la Russia, con un conseguente calo dei prezzi del gas. Ciò avrebbe un impatto favorevole sull'inflazione nell'eurozona ed effetti positivi per l'industria, che risente degli alti prezzi dell'energia. Il secondo canale è il mercato del lavoro. Attualmente nell'eurozona vivono circa 2,6 milioni di rifugiati ucraini, che negli ultimi anni sono stati un caposaldo del mercato del lavoro europeo. Secondo i sondaggi, il 50% di questi rifugiati intende tornare in Ucraina alla fine della guerra, il che aggraverebbe la carenza di manodopera qualificata e i problemi demografici dell'eurozona. Indipendentemente da come andranno le trattative, nei prossimi anni la spesa per la difesa dovrebbe aumentare in tutti i Paesi europei (cfr. Grafico del mese). Questa dinamica, che era già prevista dal nostro scenario di base, dovrebbe incidere positivamente sulla crescita economica.

### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,0%	2025: 2,1%
2026: 1,8%	2026: 1,9%

A gennaio nell'eurozona l'inflazione primaria ha continuato a salire, attestandosi al 2,5%. Questo aumento è riconducibile soprattutto a una netta accelerazione dei prezzi dell'energia. L'inflazione di fondo, al 2,7%, è rimasta invariata rispetto a dicembre. Dall'inizio di febbraio i prezzi dell'energia sono tornati a scendere, il che dovrebbe attenuare leggermente il rincaro di febbraio. Per il 2025 ci aspettiamo che l'inflazione nell'eurozona scenda leggermente, stabilizzandosi sotto il 2%.

## Germania

### Miglioramento delle aspettative

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,3%	2025: 0,3%
2026: 0,8%	2026: 1,0%

L'economia tedesca resta in modalità attendista. A febbraio, l'indice ifo sulla fiducia delle imprese ha delineato un quadro eterogeneo. Le imprese si sono mostrate più critiche nei confronti dell'attuale situazione economica, ma le aspettative sono leggermente migliorate. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) dell'industria manifatturiera evidenzia una tendenza analoga e prospetta un andamento ancora positivo. Anche il contesto politico contribuisce a questo allentamento. Con le elezioni parlamentari di febbraio ha preso forma una maggioranza che consentirà di formare rapidamente un governo stabile. È possibile che vengano attuate misure di allentamento fiscale per stimolare gli investimenti nelle infrastrutture e nella difesa, ma per raggiungere la maggioranza di due terzi saranno necessari compromessi con i Verdi e la sinistra. Tuttavia, nel breve termine il contesto economico rimane difficile. La ripresa dei consumi privati è lenta, perché molte famiglie restano caute. Anche il settore delle esportazioni è alle prese con notevoli sfide a causa delle incertezze a livello internazionale e dei problemi strutturali. Ciononostante, il maggiore ottimismo, la politica monetaria più espansiva e un governo in grado di agire dovrebbero contribuire a stabilizzare gradualmente la ripresa e a riportare la Germania su un percorso di crescita.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,0%	2025: 2,2%
2026: 1,8%	2026: 1,9%

L'inflazione in Germania continua a seguire un trend disinflazionistico e, a differenza di quanto si è osservato in diversi Paesi occidentali, di recente non ha sorpreso al rialzo. La nostra valutazione resta invariata: una normalizzazione verso il 2% appare probabile. La persistente inflazione dei servizi, che è trainata dagli aumenti dei salari e dalle strozzature sul mercato del lavoro, si conferma decisiva per l'andamento dell'inflazione a medio e lungo termine. A quota 4%, rimane infatti nettamente superiore al valore obiettivo per la stabilità dei prezzi.

## Francia

### Pessimismo nel settore dei servizi

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,8%	2025: 0,7%
2026: 1,1%	2026: 1,0%

Secondo i dati preliminari, a febbraio l'indice dei responsabili degli acquisti del settore dei servizi è sceso al livello più basso da settembre 2023. Il sentiment negativo è ascrivibile a un netto calo dei nuovi ordinativi. Evidentemente il temporaneo ritorno della stabilità politica non sta avendo un impatto positivo immediato sulla fiducia delle imprese del settore dei servizi. Di conseguenza, anche la situazione sul mercato del lavoro è ulteriormente peggiorata: secondo la piattaforma online di ricerca di lavoro Indeed, il numero di posizioni aperte è sceso ai minimi da ottobre 2021. Inoltre, alla luce della notevole incertezza, secondo un sondaggio di Bloomberg il rischio di recessione in Francia nei prossimi dodici mesi ha raggiunto il livello più elevato degli ultimi due anni. Non ci aspettiamo ancora una recessione tecnica con tassi di crescita del PIL negativi, ma restiamo dell'idea che quest'anno e il prossimo l'economia francese crescerà meno di quanto sarebbe possibile se la capacità produttiva fosse pienamente utilizzata. Nei prossimi trimestri è quindi prevedibile un aumento del tasso di disoccupazione. Il calo dei costi di finanziamento a seguito di ulteriori tagli dei tassi da parte della Banca centrale europea dovrebbe servire da stimolo.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,2%	2025: 1,4%
2026: 1,6%	2026: 1,7%

A gennaio il rincaro annuo è stato superiore alle nostre aspettative. Abbiamo quindi rivisto leggermente al rialzo le nostre previsioni d'inflazione per il 2025. Tuttavia, il nostro scenario di base per la dinamica dei prezzi al consumo rimane inferiore al consensus. A febbraio, la riduzione delle tariffe dell'elettricità ha fatto scendere notevolmente il tasso d'inflazione. Prevediamo un'attenuazione della pressione sui prezzi nel settore dei servizi anche nel resto dell'anno, alla luce della crescita economica inferiore al potenziale.

## Italia

### Sei mesi di stagnazione

Secondo i dati preliminari dell'Istituto di statistica, nel T3 e nel T4 2024 l'economia italiana ha ristagnato. Nel T3 la solidità dei consumi privati ha compensato la debolezza dell'economia esterna, ma, secondo un comunicato stampa dell'Istituto di statistica, nei tre mesi successivi i segnali hanno puntato nella direzione opposta. A ciò hanno contribuito la debolezza delle importazioni e, soprattutto a dicembre, le abbondanti esportazioni, in particolare verso altri Paesi dell'UE. Invece, è interessante notare che a fine anno le esportazioni verso gli Stati Uniti hanno continuato a diminuire e l'anticipazione delle esportazioni a causa della minaccia di dazi USA è stata molto ridotta. I segnali per quest'anno sono contrastanti. La crescita dei salari reali rimane positiva e dovrebbe continuare a sostenere i consumi privati, ma secondo gli indici PMI non si prevede un'accelerazione della dinamica nei servizi. Intanto, il sentiment nel settore industriale rimane negativo. Nel complesso, confermiamo la nostra previsione di crescita dello 0,5% per il 2025, inferiore al consensus.

## Spagna

### Ripresa degli investimenti

Nel T4 2024 l'economia spagnola è cresciuta nuovamente dello 0,8% rispetto al trimestre precedente. Questo porta la crescita del 2024 a quota 3,2%. L'espansione impressionante è proseguita nonostante le gravi inondazioni di ottobre. Gli sforzi per la ricostruzione sembrano aver compensato almeno in parte gli effetti negativi. La notevole ripresa degli investimenti nel T4, dopo anni a rilento, potrebbe esserne un'indicazione. La crescita degli investimenti in macchinari e attrezzature è stata particolarmente sostenuta. Anche la ripresa dei consumi privati è incoraggiante e probabilmente rimarrà un importante driver della crescita anche nel 2025. I consumi pubblici, invece, hanno subito una battuta d'arresto negli ultimi tre mesi dell'anno, dopo essere stati un importante stimolo per l'espansione economica negli ultimi anni. Tuttavia, il contributo alla crescita è rimasto positivo, anche grazie al sostegno del governo alle regioni colpite dalle inondazioni. Per il 2025 prevediamo un leggero rallentamento rispetto al 2024, ma comunque un'espansione sostenuta.

## Svizzera

### Inflazione: previsioni invariate

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,2%	2025: 1,2%
2026: 2,0%	2026: 1,6%

I primi dati relativi al T4 2024, corretti per i proventi delle licenze delle federazioni in relazione ai grandi eventi sportivi internazionali, mostrano che la Svizzera è riuscita a evitare il rallentamento economico che ha colpito i grandi Paesi vicini. Le condizioni relativamente solide dell'economia svizzera sono riconducibili all'ulteriore miglioramento della fiducia dei consumatori e alla ripresa del mercato immobiliare: l'approccio deciso della Banca nazionale svizzera (BNS) e la sua rapida transizione verso una politica monetaria più accomodante stanno già dando slancio all'economia nazionale. Un'altra spiegazione è la migrazione netta continua e sostenuta della popolazione straniera residente, che nel 2024 è aumentata ancora di oltre 90 000 persone. Si può quindi affermare che la crescita del prodotto interno lordo svizzero abbia soprattutto una base ampia. Le industrie MEM orientate all'esportazione continuano a risentire della debolezza della domanda, come emerge anche dai dati sul mercato del lavoro dei Cantoni dell'Arco giurassiano. Nel corso di quest'anno, il tasso di disoccupazione medio in Svizzera dovrebbe passare al 2,8%, dal 2,5% del 2024.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,2%	2025: 0,5%
2026: 0,7%	2026: 0,8%

Dai dati dell'indice nazionale dei prezzi al consumo di gennaio è giunta una sorpresa che ha indotto il mercato a rivedere leggermente le aspettative relative alla politica monetaria della BNS: il tasso d'inflazione di fondo è salito dallo 0,6% allo 0,9%. A nostro avviso, questo incremento è dovuto soprattutto a cambiamenti nella ponderazione del paniere tipo. Le nostre previsioni per il 2025 restano inferiori al consensus. Va ricordato che il nostro scenario di base prevede un calo dei prezzi delle importazioni e dell'energia. Da agosto, anche gli affitti esistenti più bassi confluiranno nel calcolo dell'inflazione.

## Regno Unito

### La spesa pubblica come stimolo

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,2%	2025: 1,1%
2026: 1,4%	2026: 1,3%

Nel T4 il prodotto interno lordo del Regno Unito è cresciuto dello 0,1% rispetto al trimestre precedente, riprendendo slancio a dicembre, con una crescita dello 0,4% rispetto al mese precedente. Tuttavia, l'analisi dei fattori di crescita non è incoraggiante: l'espansione del T4 è ascrivibile principalmente al settore pubblico. D'altro canto, nello stesso periodo i consumi privati sono rimasti deboli e hanno ristagnato, mentre gli investimenti delle imprese e il commercio hanno subito un rallentamento. Tuttavia, questa composizione della crescita è in una certa misura in linea con le aspettative formulate dopo il bilancio d'autunno, che indicava un aumento della spesa pubblica che si sta manifestando anche prima del previsto. È probabile che nei prossimi mesi il settore privato rimanga il punto debole dell'economia britannica, perché inizieranno a farsi sentire gli effetti degli aumenti delle tasse già annunciati, che entreranno in vigore a partire da aprile. Lo suggeriscono anche gli indici dei responsabili degli acquisti di febbraio. Sebbene l'indice del settore dei servizi abbia sorpreso leggermente al rialzo e si attesti oltre la soglia di crescita a 51,1, il notevole deterioramento della componente occupazionale indica un rallentamento. Tuttavia, ci aspettiamo che quest'anno la crescita del PIL acceleri leggermente rispetto al 2024 grazie all'incremento della spesa pubblica.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,7%	2025: 2,8%
2026: 2,1%	2026: 2,4%

A gennaio l'inflazione è salita molto più del previsto, attestandosi al 3,0%. Questo aumento è ascrivibile al rincaro dell'energia e dei generi alimentari. Anche l'inflazione di fondo si è impennata a causa dell'aumento dei prezzi dei biglietti dei trasporti pubblici e dell'introduzione dell'IVA per le scuole private. Pertanto, rivediamo al rialzo le nostre previsioni d'inflazione per il 2025, portandole al 2,7%.

## Cina

### Guerra commerciale 2.0

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 4,1%	2025: 4,5%
2026: 3,8%	2026: 4,1%

Il Messico e il Canada sono stati temporaneamente risparmiati dalla minaccia iniziale di un dazio USA del 25%, ma non si può dire lo stesso della Cina. Il 4 febbraio è entrato in vigore un dazio del 10% sulle merci cinesi che amplia la portata della guerra commerciale avviata da Trump durante il suo primo mandato. A differenza dei dazi imposti durante la prima guerra commerciale, che riguardavano categorie di prodotti specifiche, l'attuale dazio del 10% si applica a tutti i prodotti cinesi esportati verso gli Stati Uniti. Ciò inciderà senz'altro sull'andamento delle esportazioni del Paese verso gli Stati Uniti, ma riteniamo che l'impatto sul PIL cinese resterà limitato. L'importanza degli Stati Uniti come mercato di esportazione della Cina è molto diminuita. Inoltre, il Paese può attenuare gli effetti di queste misure attraverso un maggiore sostegno fiscale, il passaggio ad altri partner commerciali e la svalutazione della valuta, che potrebbe neutralizzare rapidamente l'impatto dei dazi. Tuttavia, non crediamo che gli Stati Uniti si limiteranno a un dazio del 10%. Trump ha chiesto a varie agenzie di presentare entro il 1° aprile relazioni su varie questioni che intende risolvere attraverso i dazi. Per quanto riguarda la Cina, tali questioni vanno dal rispetto dell'accordo commerciale alle pratiche commerciali sleali. Sono quindi probabili dazi più elevati su alcune merci cinesi, soprattutto se l'obiettivo è incrementare i proventi doganali e reindustrializzare l'economia USA.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,7%	2025: 0,6%
2026: 1,5%	2026: 1,1%

Pur essendo salita allo 0,5% a gennaio (dallo 0,1% di dicembre), l'inflazione è rimasta inferiore alle nostre aspettative. Questo aumento era prevedibile per via dell'incremento della spesa durante le festività del Capodanno cinese. Tuttavia, il dato inferiore alle attese ci ha indotto a rivedere leggermente al ribasso le nostre previsioni d'inflazione per il 2025 dallo 0,9% allo 0,7%.

## Economic Research



**Marc Brütsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife-am.com  
✕ @MarcBruetsch



**Damian Künzi**  
**Head Macroeconomic Research**  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
✕ @kunzi\_damian



**Josipa Markovic**  
**Economist Emerging Markets**  
josipa.markovic@swisslife-am.com



**Christoph Lauper**  
**Economist Quantitative Analysis**  
christoph.lauper@swisslife-am.com



**Florence Hartmann**  
**Economist Developed Markets**  
florence.hartmann@swisslife-am.com

### Avete delle domande o desiderate registrarvi per ricevere questa pubblicazione?

Inviare un'e-mail all'indirizzo [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Per informazioni più dettagliate vi invitiamo a visitare il nostro sito web [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)



#### Redatto e pubblicato da Economics Department, Swiss Life Investment Management Holding SA, Zurigo

Swiss Life Asset Managers precisa che è possibile che le raccomandazioni qui sopra illustrate siano state attuate da Swiss Life Asset Managers prima della pubblicazione del presente documento. Nel preparare le nostre previsioni ci basiamo su fonti che riteniamo affidabili; tuttavia, non forniamo alcuna garanzia in relazione all'esattezza e alla completezza delle informazioni utilizzate. Il presente documento contiene asserzioni riguardanti future evoluzioni. Non ci assumiamo alcun impegno rispetto all'aggiornamento o alla revisione delle stesse. Le evoluzioni effettive possono variare di molto, nel risultato, rispetto alle nostre aspettative iniziali.

**Francia:** la presente pubblicazione è distribuita a clienti effettivi e potenziali in Francia da Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris.

**Germania:** la presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, 50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, 60598 Frankfurt am Main e BEOS AG, Kurfürstendamm 188, 10707 Berlin.

**Gran Bretagna:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Svizzera:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Management SA, General-Guisan-Quai 40, 8022 Zürich. **Norvegia:** Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, 0161 Oslo.

**Italia:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, via San Prospero 1, 20121 Milano. **Danimarca:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.