

Settembre 2025

## Punti chiave

- Stati Uniti: il progressivo indebolimento del mercato del lavoro dovrebbe indurre la Fed a tagliare i tassi p. 2
- Germania: nonostante la battuta d'arresto congiunturale, gli indicatori del sentiment continuano a crescere p. 3
- Francia: previsioni di crescita del PIL relativamente ottimistiche p. 3
- Svizzera: diversi livelli di preoccupazione e margini di manovra per quanto riguarda i dazi doganali p. 4
- Regno Unito: forte espansione nel T2, ma fattori di crescita poco sostenibili p. 5
- Cina: le esportazioni sono solide, ma il calo dei prezzi e i rischi immobiliari restano fattori negativi p. 5

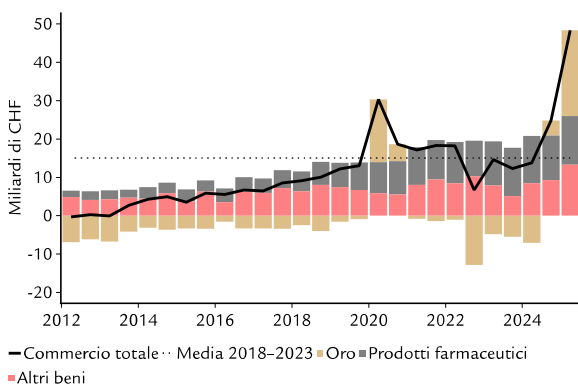
## Previsioni: un raffronto

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

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 11 agosto 2025

## Grafico del mese

Svizzera: bilancia commerciale con gli Stati Uniti (dati semestrali)



Fonti: Macrobend, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 06.2025

Gli Stati Uniti giustificano la loro politica doganale con la bilancia commerciale con il resto del mondo. La Svizzera ha un surplus commerciale elevato con gli Stati Uniti, ma fino a non molto tempo fa vi sono state fasi in cui la bilancia commerciale era in equilibrio. Negli ultimi due semestri, le esportazioni di prodotti farmaceutici e oro hanno fatto lievitare il saldo. Il netto surplus del primo semestre 2025 è attribuibile per tre quarti a queste due categorie di merci. Se questi dati derivano dall'anticipazione delle esportazioni per eludere i dazi, è prevedibile una normalizzazione dei saldi ai livelli del periodo compreso tra il 2018 e il 2023.

## Stati Uniti

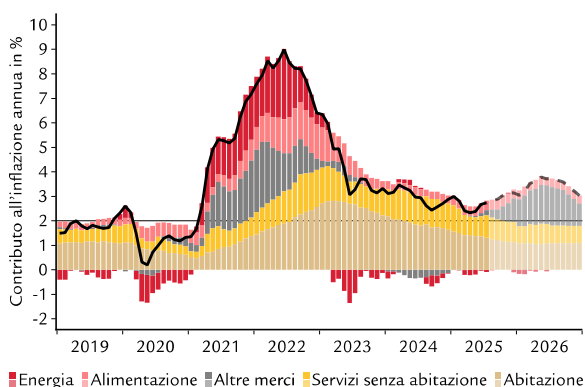
### In attesa degli effetti dei dazi

Chi sostiene i costi dei dazi USA? Trovare una risposta a questa domanda è ancora difficile. Come nei mesi precedenti, dai dati di luglio non sono giunte indicazioni di sconti sui prezzi concessi dagli esportatori esteri o di cali dei margini dei grossisti e dei dettaglianti negli Stati Uniti. Nel mese i prezzi al consumo hanno continuato a salire, ma soprattutto nel settore dei servizi, che non è stato direttamente colpito dalle misure. Tuttavia, l'inflazione è aumentata anche per i beni di base importati (esclusi energia, generi alimentari e veicoli) e prevediamo un incremento significativo, ma temporaneo, dell'inflazione nei prossimi mesi a causa dei dazi (cfr. grafico).

### Tagli dei tassi per via del mercato del lavoro debole

Ciò mette la Federal Reserve in una posizione difficile. Anche il presidente della Fed Jerome Powell ritiene che l'inflazione indotta dai dazi sia un fenomeno temporaneo, ma l'inflazione di fondo elevata (3,1% a luglio) non fa presagire un allentamento monetario. Al contempo, la pressione politica per una riduzione dei tassi è enorme, ma la crescita debole e il deterioramento del mercato del lavoro potrebbero giustificare una politica monetaria meno restrittiva anche dal punto di vista economico. A luglio la crescita dell'occupazione è stata debole e i dati relativi ai mesi precedenti sono stati rivisti nettamente al ribasso. Il tasso di disoccupazione è rimasto stabile rispetto all'anno precedente, al 4,2%, ma diversi altri indicatori dimostrano che trovare un impiego è sempre più difficile. Di conseguenza, la pressione sui salari è leggermente diminuita. Nel complesso, prevediamo che il rallentamento della dinamica economica farà aumentare il tasso di disoccupazione e indurrà la Fed a tagliare i tassi più volte, sebbene l'inflazione sia superiore al target.

Stati Uniti: contributi all'inflazione incl. le nostre previsioni



## Eurozona

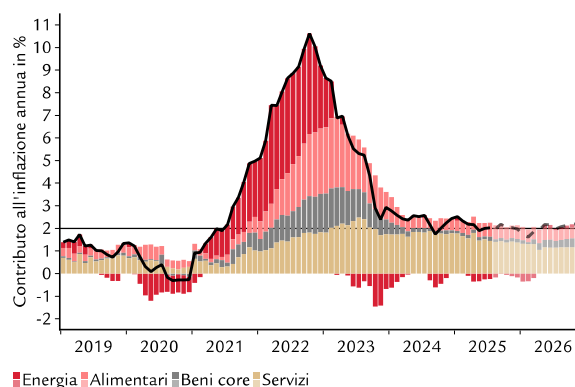
### Pressione salariale in calo

I tassi di disoccupazione nei singoli Paesi dell'eurozona rimangono ai minimi storici, ma diversi indicatori segnalano un'attenuazione della carenza di manodopera nel mercato del lavoro europeo. Da un lato, la crescita dei salari sembra essersi stabilizzata o persino diminuire leggermente. Malgrado il notevole ritardo con cui vengono pubblicati i dati sui salari, per il T1 si registra comunque un ulteriore calo della retribuzione per dipendente. Il Wage Tracker della BCE, un indicatore coincidente, conferma questa tendenza anche per il T2 e indica un netto rallentamento della crescita dei salari. D'altro canto, anche il tasso di offerta di posti di lavoro nell'eurozona è in calo da alcuni trimestri e, dopo una breve ripresa a luglio, la componente occupazionale dell'indice PMI per l'industria ha subito un nuovo rallentamento ad agosto. Tuttavia, il quadro per il settore dei servizi è leggermente migliorato. L'attenuarsi della carenza di manodopera è uno sviluppo positivo per le prospettive d'inflazione. In particolare, la convergenza della dinamica del mercato del lavoro nell'eurozona dovrebbe in parte facilitare il lavoro della BCE.

### L'inflazione si stabilizza intorno al 2%

L'inflazione primaria nell'eurozona rimane leggermente superiore all'obiettivo del 2% e nei prossimi mesi dovrebbe stabilizzarsi su questo livello. Oltre al calo della pressione salariale, il dirottamento delle esportazioni cinesi dagli Stati Uniti verso l'eurozona dovrebbe avere un effetto frenante sui prezzi, contrastando la persistente pressione inflazionistica sui prezzi dei servizi. Durante la sua ultima conferenza stampa, la BCE ha segnalato che la soglia per ulteriori riduzioni dei tassi è più alta di quanto si pensasse prima, motivo per cui non ci aspettiamo ulteriori tagli.

Zona euro: contributi all'inflazione incl. le nostre previsioni



## Germania

### Tra battute d'arresto e ottimismo

L'ultima revisione del prodotto interno lordo tedesco mostra un calo più netto del previsto per il T2. La crescita registrata nel T1 è stata quindi vanificata. Sul fronte della produzione, il calo è stato generalizzato, con una battuta d'arresto particolarmente evidente a giugno a seguito delle esportazioni anticipate. Anche il settore edilizio ha registrato una netta flessione, che però è in parte relativizzata da un T1 caratterizzato da condizioni meteorologiche favorevoli.

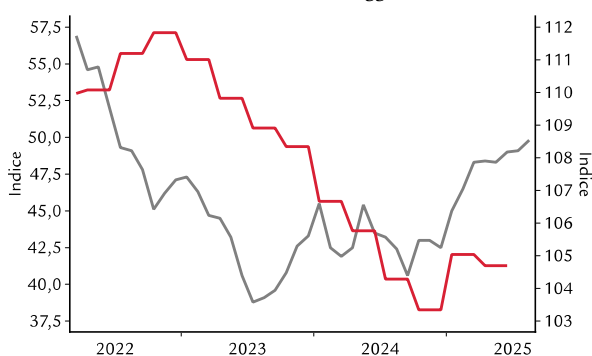
Se nei mesi scorsi il quadro era caratterizzato da un'economia delle esportazioni in difficoltà e da una congiuntura interna solida, ora giungono anche segnali di debolezza dalla domanda interna complessiva. Sono diminuiti soprattutto gli investimenti delle imprese. Come indicatore anticipatore questo è un segnale negativo, anche se l'esperienza dimostra che gli investimenti sono volatili. Al contempo, nella prima metà del 2025 la spesa pubblica ha subito un calo, poiché il bilancio federale provvisorio non consente stimoli fiscali.

Il rallentamento congiunturale era in parte previsto, ma contrasta con l'aumento da inizio anno di indicatori del sentiment come l'indice ifo della fiducia delle imprese e l'indice PMI. Nel settore manifatturiero quest'ultimo ha raggiunto il picco degli ultimi tre anni, nonostante la produzione ancora vicina ai minimi storici.

### Inflazione stabile, salari in aumento

Nel T2 l'inflazione dei prezzi al consumo è rimasta stabile al 2,0%, mentre il deflatore del PIL, che riflette l'andamento dei prezzi dell'intera produzione economica, si è attestato al 2,8% rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente. Allo stesso tempo, i salari lordi sono saliti del 4,7%, a indicare una riduzione dei margini. Nei prossimi dodici mesi gli aumenti salariali e quindi anche la pressione inflazionistica dovrebbero rallentare sensibilmente.

Germania, manifatturiero: valore aggiunto lordo e PMI



— Valore aggiunto lordo, destra — Indice dei direttori degli acquisti, sinistra

Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimi dati: 08/2025

## Francia

### Proseguimento della lieve ripresa

Durante i mesi estivi, la moderata ripresa sembra essersi consolidata. Secondo la Banque de France, anche nel T3 il prodotto interno lordo aumenterà dello 0,3% rispetto al trimestre precedente.

Sarebbe importante che migliorasse anche la qualità della crescita, con un contributo più duraturo della domanda dei consumatori privati. Nel T2 l'espansione è stata ancora trainata dall'aumento delle scorte. All'inizio del T3, i valori dell'indice PMI hanno fatto segnare una progressione sia per i fornitori di servizi che per l'industria, che ha registrato il valore più alto dal gennaio 2023. L'allentamento della politica monetaria sostiene l'economia interna europea. L'aumento dei permessi di costruzione fa quindi presagire un'accelerazione dell'attività edilizia. A settembre i piani di risparmio del governo annunciati settimane fa dovranno superare l'opposizione del Parlamento e della popolazione. Nei prossimi giorni e dopo il voto di fiducia dell'8 settembre si saprà se la mobilitazione dell'opposizione porterà a un'ondata di scioperi che paralizzerebbe l'economia.

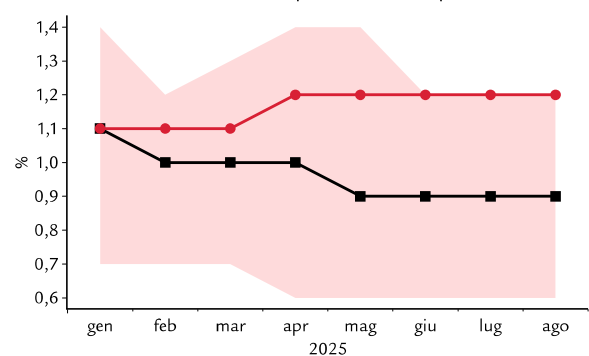
Per ora le nostre previsioni di crescita rimangono più ottimistiche di quelle di altri istituti. Il grafico sottostante mostra che nel sondaggio condotto da Consensus Economics per il 2026 la nostra è la previsione più alta.

### Inflazione molto inferiore alla media dell'eurozona

Anche a luglio il tasso d'inflazione della Francia, pari allo 0,9%, è stato meno della metà di quello registrato nell'intera eurozona. Tra i principali Stati membri, la Francia registra il tasso di rincaro più basso. La situazione dovrebbe restare invariata anche nel 2026.

Da alcuni mesi le aspettative d'inflazione a lungo termine dei consumatori e degli investitori sono ben ancorate all'obiettivo della BCE del 2%.

Francia: confronto delle previsioni di PIL per il 2026



● Swiss Life Asset Managers ■ Consensus ■ Intervallo previsione alta/bassa

Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: 08/2025

## Italia

### Bilancio finale dopo l'estate

I media hanno parlato di spiagge apparentemente deserte durante la stagione estiva italiana. Il bilancio finale è ancora in sospeso, poiché, almeno per i viaggiatori italiani, il picco si registra intorno a Ferragosto. Tuttavia, i dati fino a fine giugno relativi all'intero Paese non indicano affatto una flessione del turismo. Se i pernottamenti dei viaggiatori nazionali oscillano da 20 anni tra i 16 e i 18 milioni al mese (su base stagionalizzata) e nel primo semestre 2025 sono rimasti invariati rispetto all'anno precedente, nello stesso periodo i pernottamenti di turisti stranieri sono quasi raddoppiati, passando da poco più di 12 a 22 milioni al mese, e nel primo semestre 2025 sono aumentati del 6,3% rispetto all'anno precedente. Al di fuori del settore turistico, i dati relativi all'attività economica di giugno sono stati piuttosto deboli, ma secondo gli indici PMI l'inizio del T3 2025 sembra essere stato positivo. Nell'industria il sentiment è molto migliorato per quanto riguarda l'andamento futuro degli affari, ma la situazione degli ordini rimane debole. Il settore dei servizi ha invece continuato a registrare un andamento positivo e le prospettive sono incoraggianti.

## Spagna

### L'immigrazione come fattore di crescita

La forte immigrazione rimane un importante motore di crescita per l'economia spagnola, la cui espansione continua a superare la media europea. Rispetto ad altri Paesi europei, la Spagna presenta un'alta percentuale di immigrati provenienti dall'America latina, il che non sorprende data la vicinanza linguistica e culturale. Inoltre, ha uno dei tassi di occupazione più elevati dell'UE per quanto riguarda gli immigrati, che contribuiscono oltre misura alla crescita dell'occupazione. Anche se gli immigrati hanno alleviato il problema, secondo alcuni sondaggi condotti tra le aziende, come l'indice PMI, la carenza di manodopera continua ad essere più grave rispetto alla media europea, soprattutto nel settore turistico. D'altro canto, gli immigrati contribuiscono in misura significativa alla crescita del PIL anche in qualità di consumatori. Questo circolo virtuoso tra elevato tasso di partecipazione al mercato del lavoro e consumo dovrebbe continuare a sostenere la crescita del PIL.

## Svizzera

### Il marchio «Swiss Made» alle prese con i dazi doganali

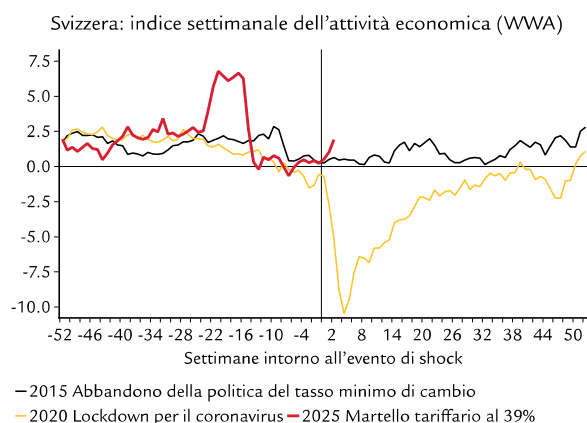
Sul mercato USA, gran parte dell'industria svizzera deve competere con concorrenti europei o giapponesi: è una lotta ad armi impari, perché gli Stati Uniti applicano un dazio di ben il 24% sulle importazioni dalla Svizzera.

Ciò genera cinque livelli di impatto diversi sugli esportatori svizzeri. I dazi colpiscono maggiormente i fornitori di prodotti per i quali la denominazione di origine svizzera rappresenta l'unica caratteristica distintiva. A questo gruppo appartiene l'industria orologiera. All'altro estremo dello spettro si trovano i leader mondiali con prodotti di nicchia di alta qualità e poca concorrenza internazionale. Queste aziende sono in grado di trasferire i dazi doganali ai propri clienti negli Stati Uniti e hanno la possibilità di spostare la produzione se lo svantaggio doganale dovesse persistere. Nel mezzo ci sono produttori con margini di manovra a medio termine per l'esternalizzazione o con la possibilità di uscire dal mercato USA. La nostra previsione rivista, che tiene conto di queste possibilità di intervento e del tempo necessario per apportare le modifiche, si basa sui dazi doganali attualmente noti. Se la Svizzera beneficerà di condizioni meno sfavorevoli, le previsioni dovranno essere riviste nuovamente.

Per osservare la dinamica congiunturale è utile l'indice ad alta frequenza dell'attività economica settimanale (AES) della Segreteria di Stato dell'economia (SECO). Nella seconda metà del 2025 l'andamento dovrebbe collocarsi leggermente al di sotto della linea nera.

### Il mercato del lavoro rafforza il trend disinflazionistico

Quanto più a lungo l'economia svizzera sarà svantaggiata nelle esportazioni rispetto alla concorrenza, tanto maggiori saranno gli incentivi a delocalizzare la produzione. Ciò ha conseguenze negative sul mercato del lavoro e, nel tempo, rischia di rafforzare la disinflazione.



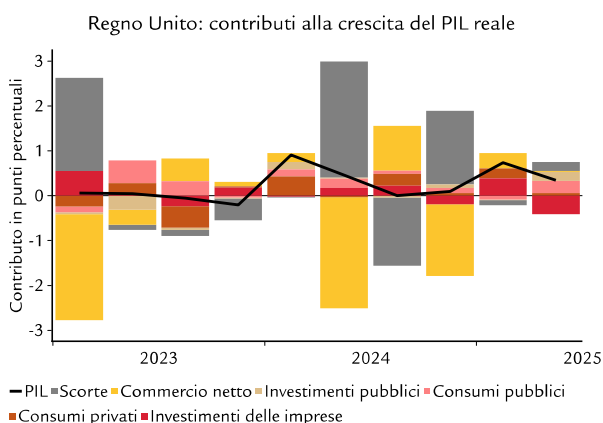
## Regno Unito

### Spesa pubblica elevata, il resto delude

Nel T2 il prodotto interno lordo britannico ha sorpreso con una crescita superiore alle attese, pari allo 0,3%. Il fattore determinante è stato l'ottimo mese di giugno, con una crescita mensile dello 0,4% che ha compensato la debolezza di aprile e maggio. Anche il ritardo delle misure di stimolo statali ha contribuito all'andamento positivo, che sembra derivare dalle misure previste nel bilancio autunnale di ottobre. Tuttavia, le informazioni provenienti dal settore privato delineano un quadro decisamente più debole. La spesa per consumi privati è aumentata solo dello 0,1%, mentre gli investimenti delle imprese sono diminuiti del 4%, probabilmente un'inversione di tendenza rispetto al netto incremento registrato nel T1. Nel complesso, ne risulta un mix di crescita poco sostenibile. Il sostegno statale non dovrebbe perdurare, come dimostra già il calo della spesa pubblica nei dati di giugno. Per il T3 e il T4 prevediamo quindi un'inversione dell'espansione, motivo per cui abbiamo rivisto leggermente al ribasso le previsioni di crescita. Indicatori anticipatori come l'indice PMI per l'industria forniscono una prima indicazione di questo quadro. Dopo una leggera ripresa a luglio, ad agosto l'indice ha subito un nuovo calo.

### Occhi ancora puntati sui prezzi dei generi alimentari

A luglio l'inflazione primaria è nuovamente salita sulla scia di un ulteriore aumento dei prezzi dei servizi ascrivibile perlopiù alla volatilità dei prezzi dei voli aerei. Probabilmente la Bank of England (BoE) ignorerà le pressioni inflazionistiche legate ai trasporti e si concentrerà in misura crescente sui prezzi dei generi alimentari, che sono saliti per il secondo mese consecutivo: insieme alle pressioni sui prezzi nel settore dei servizi, questo sviluppo continua a preoccupare l'istituto.



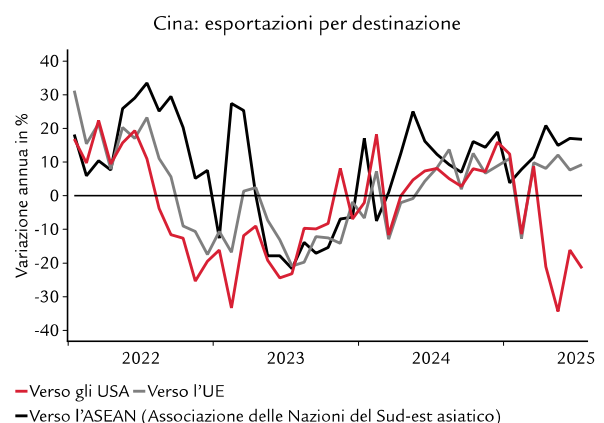
## Cina

### Un'altra pausa per riprendere fiato

Rispetto ai primi mesi del mandato di Donald Trump, di recente gli Stati Uniti hanno decisamente moderato i toni nei confronti della Cina. Il termine per i negoziati sui dazi doganali, scaduto a metà agosto, è stato prorogato di altri 90 giorni. Ora la nuova scadenza critica è fissata al 9 novembre. Tra i due Paesi permane un gran numero di potenziali motivi di conflitto, dalle restrizioni alle esportazioni al deficit commerciale degli Stati Uniti e dalla politica industriale cinese ai settori chiave sovvenzionati dallo Stato, ma attualmente prevale la volontà di trovare una soluzione piuttosto che lasciare che la guerra commerciale si inasprisca nuovamente. La Cina è già alle prese con dazi elevati del 40%, ma mostra una notevole tenuta: a luglio le esportazioni sono aumentate di oltre il 7%. Un fattore che contribuisce a questa solidità è il dirottamento dei flussi commerciali per eludere i dazi doganali, ma il suo effetto dovrebbe attenuarsi con l'applicazione di dazi anche sulle deviazioni. Un altro fattore stabilizzante è la diversificazione geografica dei partner commerciali. Nel frattempo, il mercato immobiliare torna al centro della scena. Dopo diversi mesi di domanda stabile, le vendite e i prezzi sono nuovamente in ribasso. Se questa tendenza continuerà, il governo tornerà a concentrarsi sulla questione.

### L'«Anti-Involution» non fermerà il crollo dei prezzi

A luglio l'inflazione in Cina era pari allo 0% a causa dell'eccesso di offerta, della domanda debole e della forte concorrenza. Per contrastare il calo dei prezzi, il governo ha annunciato una campagna denominata «Anti-Involution», che però dovrebbe essere limitata a settori specifici e piuttosto cauta, poiché un intervento drastico sulla capacità in eccesso nell'industria comporta il rischio di un aumento della disoccupazione.



## Economic Research



**Marc Brüttsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife-am.com  
**in** @marc\_brüttsch



**Damian Künzi**  
**Head Macroeconomic Research**  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
**in** @damian\_künzi



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



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



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

### 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 VIIs 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.K.