

Aprile 2025

Punti chiave

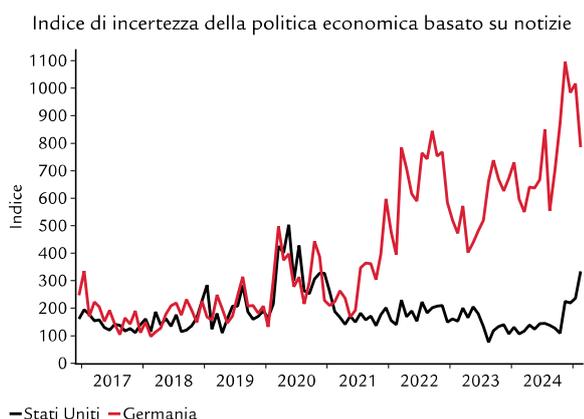
- Stati Uniti: crescita più bassa nel 2025 per via delle prospettive meno favorevoli per i consumi privati USA
- Germania: la svolta fiscale pone le basi per una ripresa della crescita a medio e lungo termine
- Cina: i dazi peseranno sulle esportazioni, lo stimolo fiscale superiore alle attese sosterrà l'economia interna

Previsioni: un confronto

	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	1,8% ↓	2,0% ↓	2,0% ↓	2,0%	2,8% ↑	2,9% ↑	2,4%	2,6%
Eurozona	0,8%	0,9%	1,2% ↑	1,2%	2,3% ↑	2,2% ↑	2,0% ↑	1,9%
Germania	0,3%	0,2% ↓	1,3% ↑	1,2% ↑	2,1% ↑	2,2%	2,2% ↑	2,0% ↑
Francia	0,8%	0,7%	1,1%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%	1,6% ↓
Italia	0,5%	0,6% ↓	0,9%	0,9%	1,8%	1,8%	1,8%	1,7%
Spagna	2,2%	2,5% ↑	1,7%	1,9%	2,5% ↑	2,4% ↑	1,9%	2,0%
Regno Unito	1,2%	0,9% ↓	1,4%	1,2% ↓	2,7%	3,1% ↑	2,1%	2,4%
Svizzera	1,2%	1,2%	1,8% ↓	1,6%	0,3% ↑	0,5%	0,6% ↓	0,8%
Giappone	1,1% ↓	1,2%	0,5%	0,9%	2,7% ↓	2,8% ↑	1,6%	1,8%
Cina	4,3% ↑	4,5%	4,0% ↑	4,2% ↑	0,5% ↓	0,6%	1,5%	1,1%

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 13 marzo 2025.

Grafico del mese



Fonte: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo data point: 02.2025

A differenza dell'Europa, dove la crisi energetica ha causato un'incertezza senza precedenti, le aziende statunitensi hanno beneficiato di condizioni stabili che hanno sostenuto il boom economico durante la presidenza di Biden. Bei tempi! Il tira e molla sulla politica doganale e i dibattiti sull'“Accordo di Mar-a-Lago” per una svalutazione coordinata del dollaro, anche con mezzi problematici, hanno aumentato l'incertezza economica sotto Trump. In Europa, invece, l'incertezza potrebbe diminuire grazie al pacchetto fiscale a lungo termine annunciato dalla Germania.

Stati Uniti

Il boom dei consumi è finito

Crescita del PIL

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

Dopo due anni di boom dei consumi, nel nostro scenario di base per il 2025 avevamo sempre ipotizzato una normalizzazione dei consumi privati USA. Tuttavia, i dati delle ultime quattro settimane indicano un rallentamento più marcato del previsto, motivo per cui abbiamo rivisto al ribasso la nostra previsione di crescita del PIL per il 2025 dal 2,3% all'1,8%. I dati sulle vendite al dettaglio di febbraio hanno mostrato una ripresa deludente dopo la debolezza di gennaio causata dalle condizioni meteo. Da allora, la fiducia dei consumatori è peggiorata ulteriormente. In genere attribuiamo poco peso a queste indagini, poiché il nesso con la spesa effettiva è debole e le risposte sono altamente politicizzate. Le aspettative degli elettori democratici sulla situazione economica futura hanno raggiunto il minimo dalle elezioni presidenziali, e ora, per la prima volta, anche l'elettorato repubblicano sembra essere in preda allo sconforto, il che è senz'altro un segnale d'allarme. I motivi sono evidenti: l'incertezza sui dazi, le aspettative d'inflazione in netto aumento e l'improvvisa crescita dei licenziamenti annunciati nel settore pubblico e nelle vendite al dettaglio. Tutto ciò non trova ancora riscontro nei dati «oggettivi» sul mercato del lavoro, in particolare nelle richieste iniziali di indennità di disoccupazione, ma è prevedibile un peggioramento della situazione nei prossimi mesi.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,8%	2025: 2,9%
2026: 2,4%	2026: 2,6%

Dopo i dati più alti del previsto di gennaio, l'inflazione è calata a febbraio per il ristagno dei prezzi dei servizi e dei costi d'abitazione. Tuttavia, è presto per esultare. Da marzo, i dazi sulle merci cinesi incideranno sempre più sui prezzi dei beni. Poiché il dollaro USA si è deprezzato invece di apprezzarsi, non sta ammortizzando l'aumento dei dazi. Perciò, abbiamo rivisto al rialzo le previsioni d'inflazione per il 2025.

Eurozona

Prospettive più rosee

Crescita del PIL

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

Gli indici PMI di marzo segnalano un lieve miglioramento delle prospettive di crescita per il settore manifatturiero europeo, nonostante la minaccia di un aumento dei dazi statunitensi. Gran parte del miglioramento è riconducibile soprattutto al pacchetto fiscale tedesco. In Germania il PMI dell'industria è salito a 48,3 dai 46,5 punti di febbraio e anche in Francia le aziende manifatturiere sono un po' meno pessimiste riguardo al futuro. Nell'Unione europea l'attenzione ha continuato a concentrarsi sulla spesa per la difesa. L'UE ha pubblicato un libro bianco sulla difesa intitolato «Preparati per il 2030», che spiega come prepararsi al rischio di guerra entro il 2030. Il documento contiene anche ulteriori dettagli sulle modalità di finanziamento previste per l'aumento della spesa per la difesa. Dopo il netto cambio di rotta nella politica fiscale tedesca, abbiamo rivisto leggermente al rialzo le nostre previsioni sul PIL del 2026 anche per l'eurozona. Per il resto dei Paesi dell'eurozona non abbiamo ancora tenuto conto degli effetti dell'aumento della spesa per la difesa, poiché i dettagli già noti sono ancora troppo pochi. Nonostante il chiaro impegno comune a sostegno dell'Ucraina, all'interno dell'UE le opinioni sono divergenti. Spagna e Italia sono piuttosto critiche nei confronti dei piani di difesa, mentre gli Stati baltici e scandinavi, la Francia, la Germania e la Polonia sono favorevoli.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Konsensus
2025: 2,3%	2025: 2,2%
2026: 2,0%	2026: 1,9%

A febbraio l'inflazione nell'eurozona è leggermente diminuita, dopo quattro mesi consecutivi di lieve aumento. Questo calo deriva soprattutto dai prezzi dell'energia. Abbiamo rivisto leggermente al rialzo le nostre previsioni d'inflazione per il 2025 e il 2026. La revisione per il 2025 è dovuta ai tassi d'inflazione più alti del previsto a inizio anno in Germania e Spagna, mentre quella per il 2026 è riconducibile al pacchetto fiscale annunciato in Germania.

Germania

Svolta fiscale epocale

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,3%	2025: 0,2%
2026: 1,3%	2026: 1,2%

La Germania ha abbandonato la sua politica fiscale restrittiva e ha deciso di concentrarsi sugli investimenti pubblici orientati alla crescita. Nel medio termine, questa svolta politica dovrebbe tradursi in una crescita molto più dinamica rispetto agli ultimi due anni. Tuttavia, nel breve periodo le prospettive economiche rimangono modeste. L'economia ristagna, l'incertezza è elevata e sia i consumi che la domanda di esportazioni rimangono deboli. I dazi statunitensi sulle esportazioni tedesche dovrebbero frenare ulteriormente la ripresa economica, ma ciò può essere contrastato dagli stimoli del governo. Ne beneficerebbero soprattutto alcune aree dell'edilizia e del settore manifatturiero, entrambi settori in recessione e in fase di cambiamento strutturale ai quali un aumento della domanda sarebbe più che gradito. Inoltre, il calo dell'inflazione e dei tassi d'interesse dovrebbe sostenere la ripresa economica e migliorare le condizioni di finanziamento per le imprese e le economie domestiche. Se questi stimoli rilanciassero i consumi privati e gli investimenti aziendali, la ripresa acquisterebbe ulteriore slancio. Alla luce del miglioramento delle prospettive a medio termine, rivediamo al rialzo la nostra previsione sul PIL per il 2026 dello 0,5%, all'1,3%.

Inflazione

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

La portata dei programmi fiscali annunciati è tale che probabilmente a medio termine eserciterà una notevole pressione sulla capacità produttiva e sui prezzi. Questo effetto sarà ulteriormente intensificato dal calo della forza lavoro derivante dalle dinamiche demografiche. Dato che l'impatto dei programmi di spesa pubblica sarà percepito dall'economia reale con un certo ritardo, ci aspettiamo un aumento differito ma notevole dell'inflazione. Rivediamo quindi al rialzo la nostra previsione sull'inflazione per il 2026 dall'1,8% al 2,3%.

Francia

Timori di recessione eccessivi

Crescita del PIL

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

Secondo gli economisti intervistati nell'ambito di un'indagine condotta da Bloomberg a marzo, la probabilità di una recessione in Francia nei prossimi dodici mesi si attesta al 57%. Questo dato supera quello relativo alla Germania, che finora era stata la principale fonte di preoccupazione per l'Europa. Riteniamo che questi timori di recessione siano eccessivi e in gran parte riconducibili all'incertezza politica. I dati in arrivo suggeriscono che nei prossimi mesi il ciclo economico acquisterà slancio anche in Francia. Come accennato in precedenza, al momento la quota di risparmio delle economie domestiche francesi è insolitamente elevata. Con il calo dei tassi d'interesse sui conti di risparmio e i piani di risparmio con agevolazioni fiscali, il costo opportunità del consumo diminuisce. Il ritorno a una quota di risparmio normale potrebbe liberare un potere d'acquisto dell'ordine del 2% del prodotto interno lordo francese. Tra l'altro, l'industria francese è ben posizionata per beneficiare rapidamente dei programmi europei per la difesa e le infrastrutture annunciati di recente. Intanto, il boom del settore turistico continua indisturbato. A gennaio il numero di pernottamenti di ospiti stranieri negli hotel francesi, su base destagionalizzata, ha raggiunto il massimo dal 2011, ossia dall'inizio delle statistiche dell'INSEE.

Inflazione

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

Lo scenario descritto in precedenza implica che nei prossimi trimestri l'economia francese registrerà una crescita inferiore al potenziale, il che ridurrà ulteriormente la pressione inflazionistica. È interessante notare che anche dopo l'annuncio dei programmi fiscali le aspettative d'inflazione a lungo termine dei consumatori e degli investitori in obbligazioni indicizzate all'inflazione rimangono ancorate a circa il 2%. Nel breve periodo, nello scenario di base per quest'anno e per il 2026, ci aspettiamo un tasso d'inflazione inferiore al 2%.

Italia

Benefici per la difesa

A giudicare dagli indici PMI di gennaio e febbraio, dopo sei mesi di ristagno la crescita economica in Italia è leggermente migliorata. Attualmente il nostro modello prevede una crescita dello 0,2% nel primo trimestre. Gli indici PMI di marzo non erano ancora disponibili al momento della stesura del testo, ma i dati preliminari per la Germania e la Francia segnalano un miglioramento nel settore industriale favorito dal pacchetto fiscale tedesco. Gli effetti per l'Italia sono ambivalenti. Da un lato, l'aumento dei tassi d'interesse a lungo termine in tutta Europa limita ulteriormente il già ristretto margine di manovra fiscale del Paese. Di conseguenza, l'Italia difficilmente riuscirà a tenere il passo con la spinta europea al riarmo, nonostante l'evidente necessità di colmare il divario. D'altra parte, è probabile che l'Italia benefici di contratti per gli armamenti con l'estero, oltre che del continuo flusso di fondi del programma NextGenerationEU. L'Italia è sede di Leonardo, il più grande produttore di armi dell'Europa continentale, e di Fincantieri, uno dei maggiori costruttori navali al mondo, che avrà un ruolo di primo piano nella produzione di navi da guerra.

Spagna

Avversione per il riarmo

Rispetto al resto dell'Europa, la Spagna spende poco per la difesa. Nel 2024 la spesa è stata pari a circa l'1,2% del PIL. Un aumento della spesa per la difesa non è visto di buon occhio in Spagna, né dalla popolazione né dal governo. Nel 2024 il Primo ministro Pedro Sánchez ha incrementato notevolmente la spesa per la difesa, ma l'impatto sul PIL è stato limitato alla luce della crescita economica sostenuta. Inoltre, Sánchez guida attualmente un governo di minoranza che dipende dal sostegno di piccoli partiti, rendendo molto difficile l'approvazione del bilancio in parlamento, e la questione della spesa per il riarmo sta causando ulteriori conflitti. Tuttavia, in Spagna l'industria degli armamenti, particolarmente importante in ambito aerospaziale, dovrebbe beneficiare economicamente dei piani di riarmo europei. Nel medio termine, però, la situazione ancora tesa sul mercato del lavoro potrebbe diventare un fattore limitante a causa della carenza di lavoratori qualificati in questo settore altamente specializzato.

Svizzera

Ripresa dell'attività edilizia

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,2%	2025: 1,2%
2026: 1,8%	2026: 1,6%

Le prospettive economiche rimangono contrastanti. Il contesto d'investimento difficile per via delle minacce di dazi di Washington penalizza soprattutto le industrie MEM. Come già avvenuto durante il primo mandato di Donald Trump, per il momento si prevede un effetto negativo sugli investimenti delle aziende in attrezzature sul territorio nazionale. Mentre scriviamo non è ancora chiaro in che misura l'amministrazione Trump imporrà dazi sulle importazioni del settore farmaceutico. Eventuali dazi potrebbero avere un impatto significativo sull'attività di questo settore in Svizzera. Al momento, i fondi speciali e i programmi di spesa in Germania e nell'UE non ci inducono a rivedere le nostre previsioni di crescita fino al 2026. D'altra parte, il cambio di rotta della Banca nazionale svizzera da dicembre 2023, con il passaggio a una politica monetaria che ora si può considerare espansiva, assicura un miglioramento della dinamica economica. Tra l'altro, il conseguente calo dei costi di finanziamento contribuirà a far aumentare il numero di progetti edilizi approvati: nel settore degli appartamenti in affitto, dal T4 2023 il volume dei progetti approvati è aumentato di circa un terzo a prezzi correnti. Ciò si tradurrà in una netta ripresa dell'attività edilizia quest'anno.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,3%	2025: 0,5%
2026: 0,6%	2026: 0,8%

L'aumento dei prezzi dell'energia e il rafforzamento dell'euro riducono il rischio di tassi d'inflazione negativi nell'estate 2025. Nello scenario di base ipotizziamo che il rincaro annuo raggiunga un minimo dello 0,2% in agosto. Il calo degli affitti esistenti in seguito alla riduzione del tasso d'interesse di riferimento ipotecario sarà in parte compensato dall'aumento degli affitti di mercato. Nel 2026 i prezzi dell'energia elettrica per le economie domestiche dovrebbero scendere ancora. Secondo le nostre proiezioni, a fine 2026 il tasso d'inflazione si attesterà all'1,0%.

Regno Unito

Inizio d'anno difficile

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,2%	2025: 0,9%
2026: 1,4%	2026: 1,2%

L'inizio del 2025 è stato difficile per l'economia britannica. A gennaio il PIL mensile si è contratto dello 0,1% soprattutto per via della produzione industriale, che nel mese è scesa dello 0,9%. Il settore dei servizi è stato l'unico a registrare una crescita leggermente positiva. Anche gli indici PMI hanno presentato un andamento analogo. A marzo l'indice PMI del settore manifatturiero è sceso ancora e, a quota 44,6, è nettamente al di sotto della soglia di crescita di 50. I sottoindici previsionali, come i nuovi ordinativi (all'esportazione), appaiono ancora più fiacchi rispetto all'indice complessivo, il che è particolarmente preoccupante. Il PMI dei servizi, invece, ha nuovamente evidenziato un miglioramento, raggiungendo quota 53,2, a indicare una crescita sostenuta del settore. Sul mercato del lavoro sembra in atto una graduale distensione. A gennaio la crescita delle retribuzioni medie settimanali nel settore privato si è indebolita, il che dovrebbe assicurare per il resto dell'anno la Bank of England (BoE) per quanto riguarda le pressioni inflazionistiche. Negli ultimi mesi il tasso di disoccupazione è rimasto stabile al 4,4%. Tuttavia, questa cifra va presa con le pinze a causa dei persistenti problemi con i dati. Il mese prossimo la situazione fiscale dovrebbe tornare al centro della scena per via dell'imminente dichiarazione sul bilancio primavera del 26 marzo (dopo il termine per la redazione), che probabilmente includerà alcuni tagli.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,7%	2025: 3,1%
2026: 2,1%	2026: 2,4%

Oltre all'inflazione effettiva, nel Regno Unito sono tornate ad aumentare anche le aspettative d'inflazione. Secondo un'indagine condotta dalla BoE, per i prossimi 12 mesi sono salite al 3,4%. Come previsto, alla riunione di metà marzo la BoE ha lasciato invariato il tasso guida e si è mostrata cauta riguardo alla prosecuzione del processo di disinflazione sottostante.

Cina

Enfasi sui consumi

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 4,3%	2025: 4,5%
2026: 4,0%	2026: 4,2%

Nel corso di quest'anno Donald Trump ha già imposto ulteriori dazi del 20% sulle merci cinesi, portando la tariffa doganale media effettiva al 30% circa. Sono attesi ulteriori aumenti. Dopo i primi dazi applicati da Trump nel 2018, la Cina ha ridotto notevolmente la sua dipendenza dagli Stati Uniti come mercato di esportazione. Tuttavia, le esportazioni verso gli Stati Uniti rappresentano ancora il 2,5% del PIL e gli effetti dei dazi statunitensi si faranno comunque sentire. In un contesto esterno cupo e incerto, il governo cinese sposta l'attenzione sull'economia interna, in particolare sui consumi. La pandemia e la crisi immobiliare iniziata nel 2021 hanno provocato uno shock profondo, con un calo occupazionale rilevante e un impatto ancora persistente sulla fiducia dei consumatori. Inoltre, in Cina la quota di risparmio è strutturalmente elevata. Le economie domestiche risparmiano circa un terzo del loro reddito per via di sistemi di sicurezza sociale inadeguati. Il governo cinese ha iniziato ad affrontare proprio questi problemi, puntando a incrementare i redditi delle economie domestiche e a migliorare il sistema di sicurezza sociale. Lo stimolo fiscale superiore alle aspettative e una maggiore attenzione all'economia interna ci inducono a rivedere al rialzo le previsioni di crescita del PIL al 4,3%, un livello comunque nettamente inferiore all'obiettivo di crescita del 5% fissato dal governo cinese.

Inflazione

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

I dati economici relativi ai primi due mesi dell'anno possono essere molto volatili in Cina per via del Capodanno cinese e vanno interpretati con cautela. Su un orizzonte temporale più ampio, l'inflazione di fondo (che esclude alimentari ed energia) resta debole e segue una tendenza al ribasso, segnalando una domanda interna ancora fragile.

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.

Per informazioni più dettagliate vi invitiamo a visitare il nostro sito web 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 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.