

Maggio 2025

Punti chiave

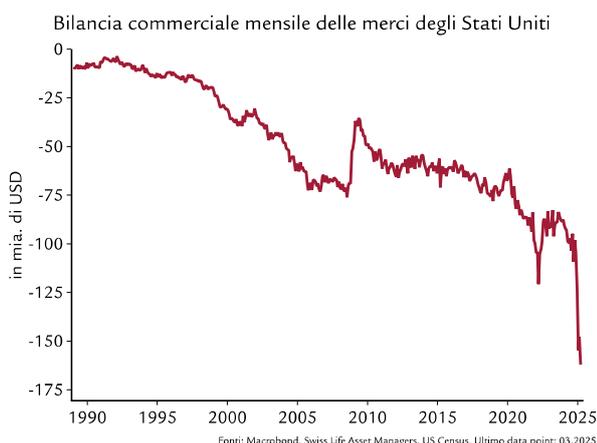
- Stati Uniti: consumi anticipati nel secondo trimestre, seguiti da domanda debole nella seconda metà del 2025
- Eurozona: la politica fiscale e monetaria ha margine di manovra per attenuare l'effetto delle tensioni sui dazi
- Cina: l'escalation delle tensioni sui dazi inciderà sull'export, ma non prevediamo blocchi dei flussi di merci

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

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 7 aprile 2025

Grafico del mese



Donald Trump si è posto l'obiettivo di ridurre il deficit commerciale degli Stati Uniti, ma nei primi tre mesi del 2025 si sono registrati surplus di importazioni da record. Il motivo non è un boom del commercio transfrontaliero, bensì un'anticipazione delle importazioni negli Stati Uniti in vista dell'applicazione dei dazi annunciati. Pertanto, nel T1 i dati sulle esportazioni dei partner commerciali europei e asiatici sono nettamente migliorati, ma ciò non va interpretato come segnale di una ripresa duratura. Questi effetti dovrebbero subire un'inversione nel corso dell'anno.

Stati Uniti

Scaffali vuoti

Crescita del PIL

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

Al momento negli Stati Uniti i mercati finanziari sono l'unica forza significativa che garantisce un «check and balance» sul potere presidenziale, almeno nella politica economica. Dopo che i titoli di Stato statunitensi hanno perso terreno a seguito dei dazi del «Liberation Day», il Presidente si è visto costretto a sospendere per 90 giorni alcuni dazi punitivi e a escludere alcuni beni essenziali dai dazi proibitivi imposti alla Cina. Per il momento, le aziende statunitensi eviteranno in parte le importazioni dalla Cina, causando un crescente sconvolgimento delle catene di approvvigionamento industriali e, di conseguenza, scaffali vuoti per alcuni beni di consumo. A nostro avviso, nella guerra commerciale la Cina ha le carte migliori, quindi gli Stati Uniti potrebbero avviare trattative o esentare ulteriori prodotti dai dazi. Sono possibili trattative con altri Paesi, ma non azzardiamo previsioni quanto ai tempi e all'esito. Ci limitiamo a dire che il rischio latente di una crisi del debito sovrano potrebbe proteggerci da un'ulteriore escalation dei dazi e quindi dalla minaccia di una recessione globale. Con i dazi attuali, riteniamo plausibile il seguente scenario di base per gli Stati Uniti: anticipazione dei consumi e della produzione (fino a esaurimento delle scorte) e successiva battuta d'arresto nel secondo semestre. La riorganizzazione delle catene logistiche e lo stimolo monetario potrebbero favorire una certa ripresa nel 2026.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 3,3%	2025: 3,2%
2026: 3,8%	2026: 2,7%

Lo scenario di base sopra descritto è altamente incerto, in quanto dipendente dall'umore del presidente USA. Lo stesso vale per le previsioni sull'inflazione, motivo per cui la Federal Reserve rimane attendista. I dazi doganali e la debolezza del dollaro ci inducono a rivedere al rialzo le previsioni sull'inflazione, ma i dati sorprendentemente bassi di marzo hanno mostrato che le pressioni inflazionistiche si allentano rapidamente in presenza di un calo dei consumi, il che fornirebbe alla Fed un argomento per ignorare i rincari dovuti ai dazi.

Eurozona

Non tutto è perduto

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,7%	2025: 0,9%
2026: 1,1%	2026: 1,2%

Gli effetti economici dei dazi USA dovrebbero farsi sentire nell'eurozona soprattutto nella seconda metà dell'anno. Abbiamo quindi rivisto leggermente al ribasso le nostre previsioni di crescita per il 2025 e il 2026. Insieme alla contrazione della domanda globale, la notevole incertezza a livello mondiale ha un impatto negativo sugli investimenti delle imprese e sui consumi privati. Tuttavia, una politica fiscale più espansiva in numerosi Paesi europei dovrebbe sostenere la crescita economica. Oltre agli investimenti infrastrutturali in programma, ad esempio in Germania e in Italia, il previsto aumento della spesa per la difesa stimola la crescita. Grazie ai minori rischi d'inflazione, anche la politica monetaria ha margine di manovra per diventare più espansiva. Il calo dell'inflazione dovrebbe far aumentare i salari reali, sostenendo i consumi privati nel medio termine. Finora i sondaggi condotti presso le imprese restano solidi: ad aprile l'indice dei responsabili degli acquisti per il settore manifatturiero è persino leggermente salito rispetto a marzo, pur restando sotto la soglia di crescita. Ciò è dovuto a una certa anticipazione delle esportazioni USA e al calo dei costi dell'energia, ma il primo fattore dovrebbe subire un'inversione nella seconda metà dell'anno (cfr. grafico del mese).

Inflazione

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

Le minori pressioni inflazionistiche dovrebbero far scendere ulteriormente l'inflazione durante l'anno a causa dell'indebolimento della domanda globale e del continuo calo dei prezzi dell'energia. Inoltre, l'apprezzamento dell'euro riduce la pressione inflazionistica importata. Ciò dovrebbe indurre la Banca centrale europea (BCE) a proseguire il ciclo di riduzione dei tassi. Per quest'anno prevediamo altri tre tagli dei tassi da 25 punti base ciascuno.

Germania

Nuovo governo, pochi impulsi

Crescita del PIL

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

CDU/CSU e SPD hanno raggiunto un accordo per formare un governo di coalizione. Il contratto di coalizione contiene misure perlopiù incrementalistiche; molti stimoli di politica economica restano vaghi o sono stati rinviati al 2026 e oltre. Sono previsti sgravi fiscali, incentivi agli investimenti e riduzioni dei costi energetici, ma queste misure non avranno effetti a breve termine. Il margine di manovra fiscale rimane limitato alla luce della situazione congiunturale e dei rischi geopolitici. La Germania continua a impegnarsi a rispettare le regole fiscali europee, per cui, nonostante le ampie deroghe al freno all'indebitamento, non è previsto un netto allontanamento da una politica finanziaria orientata alla stabilità. Le imprese esportatrici sono particolarmente penalizzate dai dazi imposti dagli Stati Uniti e dall'euro più forte. Dai sondaggi condotti presso le imprese emerge un calo delle aspettative. Di recente l'indice ifo sulla fiducia delle imprese è sceso leggermente, ma è rimasto relativamente stabile alla luce degli sviluppi negativi nel settore delle esportazioni. Ciò indica una certa solidità dell'economia tedesca, sebbene su un livello basso. Il settore dei servizi continua a registrare un andamento stabile. Nel complesso, le prospettive di crescita a breve termine restano deboli, mentre a medio termine continua ad apparire probabile una ripresa moderata.

Inflazione

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

La normalizzazione dell'inflazione accelera per via dell'effetto disinflazionistico della politica commerciale statunitense e del calo dei prezzi dell'energia. Inoltre, da inizio anno l'euro si è nettamente apprezzato, riducendo l'inflazione importata per energia e beni di consumo e d'investimento, e quindi i costi per le imprese e i consumatori. Alla luce di ciò, prevediamo una minore pressione inflazionistica nel periodo considerato e rivediamo al ribasso la nostra previsione sull'inflazione al 2,1% per il 2025 e al 2,0% per il 2026.

Francia

Boom del turismo

Crescita del PIL

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

All'inizio del T2 gli indici dei responsabili degli acquisti per l'industria, i servizi e l'edilizia sono ancora tutti sotto la soglia di crescita di 50 punti. In questo contesto economico poco favorevole si distingue il settore turistico francese. I dati finora disponibili sui pernottamenti in hotel dei turisti esteri nel 2025 fanno presagire un altro anno record. Anche le vendite al dettaglio beneficiano della domanda sostenuta. Inoltre, i consumi delle economie domestiche sono sostenuti dall'allentamento della politica monetaria della BCE. Nel Paese, i tassi d'interesse sui risparmi delle economie domestiche scendono notevolmente e il costo opportunità del consumo diminuisce. Ben presto, quindi, la propensione al risparmio insolitamente elevata della popolazione francese dovrebbe essere un lontano ricordo. In precedenza, abbiamo già accennato che il ritorno alla quota di risparmio media a lungo termine potrebbe liberare una riserva di potere d'acquisto pari a circa il 2% del prodotto interno lordo francese. Oltre all'incertezza sul fronte della politica commerciale, il dibattito sul bilancio frena gli investimenti delle imprese. L'obiettivo di ridurre il disavanzo pubblico al 4,6% del prodotto interno lordo entro il 2026 in modo fiscalmente neutrale e incrementando la spesa per la difesa equivale a tentare la quadratura del cerchio.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,1%	2025: 1,3%
2026: 1,6%	2026: 1,6%

Nei mesi estivi, in Francia il tasso d'inflazione dovrebbe restare inferiore all'1%. La nostra valutazione secondo cui le tensioni sui dazi e le tendenze deflazionistiche in Cina hanno un effetto frenante sui prezzi nelle economie europee acquista sempre più consensi. Lo si nota dal calo delle previsioni del consensus per il 2025 e dalle aspettative a lungo termine del mercato delle obbligazioni indicizzate all'inflazione, che per i prossimi 10 anni prevede un tasso d'inflazione medio dell'1,9%, ossia lo 0,4% in meno rispetto all'anno precedente.

Italia

Ulteriore peggioramento

In Italia nel mese di febbraio gli indici dei responsabili degli acquisti hanno guadagnato terreno, probabilmente sulla scia dell'euforia scatenata dal pacchetto fiscale tedesco, ma già a marzo sono tornati a scendere, soprattutto nell'industria, a causa dell'inasprimento della guerra commerciale avviata dagli Stati Uniti. Mentre scriviamo i dati di aprile non sono ancora disponibili, ma dovrebbero essere peggiorati, dal momento che l'Italia è molto orientata all'esportazione. Come per Giappone, Germania e Austria, nel 2024 le esportazioni italiane verso gli Stati Uniti rappresentavano circa il 3,4% del PIL. A differenza di questi Paesi, al momento l'Italia è meno colpita dai dazi settoriali su veicoli, acciaio e alluminio, che rappresentano solo l'8% delle esportazioni totali verso gli Stati Uniti. Le minacce di dazi sui prodotti farmaceutici (15%) sarebbero invece più problematiche per l'Italia. La maggior parte delle esportazioni verso gli Stati Uniti (73%) è costituita da beni che al momento sono soggetti a dazi del 10%. Alla luce di questa aliquota di base più alta del previsto e del sorprendente apprezzamento dell'euro, abbiamo rivisto leggermente al ribasso le previsioni di crescita per il 2025.

Spagna

Superiore alla media

Anche a marzo in Spagna la fiducia delle imprese è rimasta superiore alla media dell'eurozona. Il vigore del settore dei servizi è il principale responsabile di questa solidità, ma da inizio anno anche la fiducia delle imprese manifatturiere è scesa solo leggermente al di sotto della soglia di crescita. Il motivo potrebbe essere in parte che, rispetto ad altri Paesi europei, nel commercio estero la Spagna è poco esposta agli Stati Uniti. Le esportazioni verso gli Stati Uniti rappresentano solo l'1,4% circa del PIL spagnolo. Come l'Italia, finora la Spagna è stata poco colpita dai dazi settoriali (alluminio e acciaio, automobili) e al momento la maggior parte delle sue esportazioni verso gli Stati Uniti è soggetta a un'aliquota unica del 10%. Secondo l'indice dei responsabili degli acquisti, da inizio anno i nuovi ordinativi delle imprese manifatturiere spagnole sono diminuiti, anche all'esportazione. Tuttavia, anche per quest'anno prevediamo una crescita dell'economia spagnola superiore alla media europea grazie al vigore del settore turistico e del mercato del lavoro.

Svizzera

Ricordi del 2015

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,0%	2025: 1,1%
2026: 1,9%	2026: 1,5%

Nel T1, l'indicatore ad alta frequenza dell'attività economica della Segreteria di Stato dell'economia (SECO) ha raggiunto i massimi degli ultimi quattro anni. Questo dato sorprende, viste le notizie negative provenienti dalle industrie MEM. Le condizioni economiche evidenziano una spaccatura netta: le imprese orientate al mercato interno, comprese quelle edilizie, beneficiano della politica monetaria espansiva della Banca nazionale svizzera e della domanda sostenuta dei consumatori, mentre i settori orientati all'esportazione risentono delle misure protezionistiche. Questa frattura è destinata ad accentuarsi nei prossimi mesi. Malgrado la notevole incertezza legata ai dazi statunitensi, per il momento rivediamo solo leggermente le nostre previsioni di crescita. L'incertezza sulle politiche economiche penalizza senz'altro gli investimenti delle imprese. Tuttavia, al previsto shock negativo della domanda estera si contrappone uno shock positivo della domanda interna: come già accaduto nel 2015, l'apprezzamento del franco accresce notevolmente il potere d'acquisto dei consumatori nazionali. Quest'anno la spesa per consumi reale delle economie domestiche private è aumentata di oltre il 2% in ogni trimestre rispetto all'anno precedente, il che, sorprendendo molti osservatori, ha impedito che l'economia svizzera scivolasse in recessione.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,2%	2025: 0,4%
2026: 0,5%	2026: 0,7%

È ormai opinione comune che la guerra commerciale abbia un effetto disinflazionistico sull'Europa. Il calo dei prezzi dell'energia trova già riscontro sui dati d'inflazione di aprile, mentre il franco forte riduce i prezzi delle merci importate. Gli sforzi degli offerenti asiatici per conquistare nuovi mercati di esportazione continueranno a frenare la dinamica dei prezzi in Europa nel medio periodo.

Regno Unito

Misure di politica fiscale

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,0%	2025: 0,7%
2026: 1,2%	2026: 1,1%

I recenti sviluppi sul fronte della politica interna ed estera ci hanno indotto a rivedere al ribasso le nostre previsioni di crescita del PIL britannico per il 2025 e il 2026. Nella sua dichiarazione di primavera, la cancelliera dello Scacchiere britannico ha annunciato la prevista stretta sulla spesa pubblica, ma non aumenti delle imposte. I tagli alla spesa erano necessari per riportare la spesa pubblica in linea con le entrate fiscali, poiché il costo degli interessi e la crescita inferiore alle attese hanno azzerato il margine di manovra di GBP 9,9 mia. prospettato nel bilancio autunnale. Con le misure annunciate, il margine di manovra torna a quota GBP 9,9 mia., ma rimane comunque limitato. Un ulteriore rischio è rappresentato dalle previsioni di crescita ottimistiche dell'Office for Budget Responsibility (OBR), che ha dimezzato le stime di crescita del PIL per il 2025, lasciando però le aspettative per i prossimi anni su livelli nettamente superiori a quelli del consensus. Alla luce delle attuali tensioni commerciali, sono probabili pressioni per un'ulteriore revisione al ribasso delle previsioni di crescita nel bilancio autunnale. Inizialmente i dazi USA annunciati sulle merci britanniche, pari al 10%, sono risultati inferiori alle aspettative, ma ora che anche i dazi sui beni provenienti dall'eurozona sono stati ridotti al 10% il Regno Unito non si trova più in una situazione di vantaggio. Pertanto, è possibile che in autunno vengano comunque annunciati aumenti delle imposte.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,6%	2025: 3,1%
2026: 2,0%	2026: 2,4%

A marzo, l'inflazione pari al 2,6% è stata nettamente inferiore alle aspettative. Il motivo è stato soprattutto il netto calo dei prezzi dell'energia per via dei timori di recessione a livello globale. Per il resto dell'anno prevediamo un'altra flessione dell'inflazione dovuta alla contrazione della domanda globale e a un ulteriore ribasso dei prezzi dell'energia. Ciò dovrebbe consentire alla Bank of England di abbassare ancora i tassi. Prevediamo altri quattro tagli nel 2025.

Cina

Escalation della guerra dei dazi

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 4,1%	2025: 4,5%
2026: 3,5%	2026: 4,2%

Nonostante i dati economici superiori alle attese per il T1 2025, rivediamo al ribasso le nostre previsioni di crescita per la Cina al 4,1% per quest'anno e al 3,5% per il prossimo (dal 4,3% e 4,0%). Il motivo di questa decisione è l'escalation della guerra commerciale con gli Stati Uniti, che hanno imposto un dazio aggiuntivo del 145% sulle merci cinesi. Alcuni prodotti, come smartphone e computer, sono esclusi. Questi dazi esorbitanti si tradurranno nel blocco delle esportazioni di molte merci interessate. Tuttavia, dato che le esportazioni verso gli Stati Uniti rappresentano più del 2,5% del PIL cinese, la nostra previsione di crescita del PIL appare comunque solida per vari motivi. Innanzitutto, Pechino ha annunciato un ampio programma di stimolo economico volto a dare impulso alla domanda interna. In secondo luogo, la notevole differenza tra i dazi imposti alla Cina e al resto del mondo consente un reindirizzamento delle esportazioni e una maggiore diversificazione dei partner commerciali. Terzo, non prevediamo un blocco totale dei flussi commerciali: per molti prodotti gli Stati Uniti dipendono in misura significativa dalle importazioni cinesi, mentre la Cina è uno dei principali produttori mondiali di alcuni di questi beni. Pertanto, la sostituzione di un gran numero di importazioni di beni non è praticabile nel breve periodo.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,3%	2025: 0,6%
2026: 1,3%	2026: 1,0%

L'escalation dei dazi statunitensi sulle merci cinesi intensificherà la pressione deflazionistica. La domanda esterna risentirà dei dazi, mentre quella interna resterà debole. Ciò accrescerà lo squilibrio tra domanda e offerta, limiterà il potere di determinazione dei prezzi delle aziende e alimenterà ulteriormente la pressione deflazionistica.

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 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.K.