

Giugno 2025

## Punti chiave

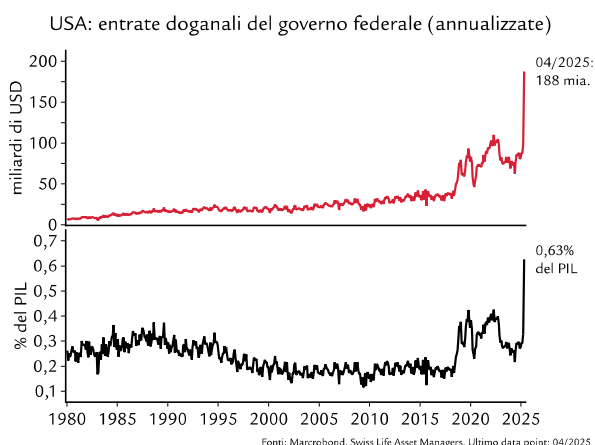
Stati Uniti: la situazione debitoria peggiora in quanto le entrate doganali non compensano gli sgravi fiscali  
Eurozona: le esportazioni anticipate verso gli Stati Uniti sostengono la crescita, ma presto rallenteranno  
Cina: la sospensione dei dazi per 90 giorni facilita le esportazioni, ma non garantisce trattative senza intoppi

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

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 12 maggio 2025

## Grafico del mese



Un obiettivo importante dei dazi USA è generare entrate per lo Stato. Nell'aprile 2025 le entrate doganali hanno rappresentato lo 0,6% del PIL e, secondo lo Yale Budget Lab, con il regime attuale potrebbero raggiungere lo 0,9% del PIL. È un risultato di tutto rispetto, ma non risolverà il problema del debito USA. In economia i dazi sono considerati tasse problematiche perché (1) favoriscono strutture economiche inefficienti e (2) provocano effetti di sostituzione che erodono la base imponibile dei dazi stessi. Inoltre, sono regressivi, ovvero gravano in misura sproporzionata sulle economie domestiche a basso reddito, il che dovrebbe ridurre il potenziale di crescita del Paese.

## Stati Uniti

### Enfasi sulla politica fiscale

#### Crescita del PIL

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

Malgrado il flusso di annunci della Casa Bianca, le aziende USA mantengono il sangue freddo. I dati aggiornati sul traffico di container tra la Cina e gli Stati Uniti non mostrano cali delle relazioni commerciali, nemmeno durante la fase critica di aprile, quando sulle merci cinesi erano in vigore dazi del 145%. Gli indici dei responsabili degli acquisti restano solidi e le richieste di sussidi di disoccupazione non segnalano ancora un raffreddamento del mercato del lavoro. Riteniamo che il «Liberation Day» (2 aprile) sia stato l'apice della guerra commerciale e che, alla luce degli «animal spirit» intatti delle aziende, l'economia USA subirà un netto rallentamento nella seconda metà dell'anno, senza tuttavia scivolare in recessione. La politica fiscale torna in primo piano. L'attuale bozza di bilancio della Camera dei rappresentanti prevede tagli alla spesa, ma secondo i calcoli dell'istituto indipendente CRFB la proroga e l'estensione degli sgravi fiscali del primo mandato di Trump farebbero restare il deficit intorno al 7% del PIL. Dato che saranno anche applicati dazi pari a quasi l'1% del PIL (non inclusi in bilancio, cfr. grafico del mese), nel complesso la politica fiscale potrebbe persino frenare la crescita economica, soprattutto nel 2025. Mentre scriviamo, il Senato non si è ancora espresso sulla legge di bilancio.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 3,2%	2025: 3,1%
2026: 3,5%	2026: 2,8%

La revoca sorprendentemente rapida e generalizzata dei dazi «reciproci» sulle importazioni cinesi ci ha indotto a rivedere al ribasso le previsioni sull'inflazione USA rispetto al mese scorso. I dati sull'inflazione di aprile non mostrano ancora un impatto significativo dei dazi, ma la situazione è destinata a cambiare nei prossimi mesi. Ad aprile è stato tuttavia evidente l'effetto frenante dei dazi (tramite il calo della domanda dei consumatori) sui servizi, il che conferma la nostra ipotesi secondo cui l'impennata dell'inflazione dovuta ai dazi dovrebbe essere temporanea.

## Eurozona

### Crescita trainata dall'export

#### Crescita del PIL

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

Nel T1 2025 il prodotto interno lordo europeo è cresciuto più del previsto. Parte di questa crescita dello 0,3% rispetto al trimestre precedente (t/t) è stata trainata dalla performance economica volatile dell'Irlanda (3,2% t/t). Tra i quattro Paesi più grandi dell'eurozona, la Spagna ha di nuovo registrato l'espansione più rapida (0,6% t/t), seguita da Germania (0,4% t/t), Italia (0,3% t/t) e Francia (0,1% t/t). I dati migliori del previsto sono dovuti in parte all'anticipazione delle esportazioni verso gli Stati Uniti in vista di possibili rialzi dei dazi. Nel T1 le esportazioni dell'eurozona verso gli Stati Uniti sono aumentate del 27%, un livello record. Una quota significativa dell'incremento è ascrivibile all'Irlanda, che è sede di numerose aziende USA operanti soprattutto nel settore farmaceutico. Nel T1 le esportazioni di beni irlandesi verso gli Stati Uniti sono aumentate del 144%, il che spiega anche la crescita trimestrale esplosiva del PIL del Paese. Nei Paesi meno esposti agli Stati Uniti, in particolare Francia e Spagna, i dati sulle esportazioni sono stati molto più deboli. Nonostante il vigore dell'economia dell'eurozona nel T1, ci aspettiamo un indebolimento nel corso dell'anno, poiché dopo l'anticipazione delle esportazioni la tendenza dovrebbe invertirsi. Tuttavia, la politica monetaria e fiscale e il mercato del lavoro ancora solido forniranno un sostegno.

#### Inflazione

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

Ad aprile il tasso d'inflazione è rimasto stabile al 2,2%, mentre l'inflazione di fondo è salita leggermente al 2,7%. Questo aumento superiore alle attese è derivato dal rincaro dei servizi e potrebbe essere legato al fatto che quest'anno la Pasqua è caduta a fine aprile; quindi, i prezzi dei viaggi tutto compreso in Germania sono saliti notevolmente. Tuttavia, per il resto dell'anno continuiamo a prevedere un calo della pressione inflazionistica.

## Germania

### Cauta fiducia malgrado i rischi

#### Crescita del PIL

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

Nel T1 l'economia tedesca ha sorpreso con una crescita dello 0,4% rispetto al trimestre precedente. Parte di questa espansione è riconducibile all'anticipazione delle esportazioni verso gli Stati Uniti. Dovremmo osservare effetti analoghi anche nel T2, ma parte di essi sarà compensata nella seconda metà dell'anno. Al contempo, si è registrata una lieve accelerazione dei consumi privati e degli investimenti delle imprese, a suggerire l'inizio di una stabilizzazione congiunturale. Tuttavia, la persistente incertezza legata alla politica commerciale statunitense rimane elevata e dovrebbe continuare a frenare gli investimenti e il settore delle esportazioni. Finora le indagini ifo mostrano un andamento nel complesso positivo. Il clima economico rimane decisamente fosco, eppure da inizio anno si osservano lievi ma costanti miglioramenti della situazione attuale e delle aspettative sia nel commercio che nell'industria manifatturiera e nel settore edilizio. Il settore dei servizi è rimasto in territorio positivo, ma inizia a mostrare segni di rallentamento per via della debolezza della domanda interna ed estera. Nel complesso, i dati disponibili fanno presagire una moderata ripresa nel corso dell'anno.

#### Inflazione

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

I dati più recenti confermano la tendenza al ribasso dell'inflazione. L'aumento dell'inflazione di fondo di aprile dovrebbe essere temporaneo e deriva perlopiù da effetti stagionali. Ciò non modifica in misura significativa le prospettive a medio e lungo termine. Il rallentamento della domanda globale, il calo dei prezzi dell'energia e il rafforzamento dell'euro continuano ad abbassare i prezzi delle importazioni e a ridurre la pressione sui costi di imprese ed economie domestiche. Anche la politica dei dazi USA ha un effetto disinflazionistico, poiché frena la domanda di esportazioni europee.

## Francia

### Ripresa dell'edilizia

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,7%	2025: 0,6%
2026: 1,2%	2026: 0,9%

Attualmente anche in Francia i dati economici appaiono più volatili. È particolarmente evidente il calo della fiducia dei consumatori a maggio, che, a nostro avviso, dipende dall'incertezza delle politiche economiche. Nonostante il sentiment negativo, continuiamo a prevedere una ripresa della domanda interna nei prossimi trimestri. Al momento i salari reali sono in aumento di oltre l'1%. Con ulteriori tagli dei tassi da parte della BCE, nei prossimi mesi il costo opportunità del consumo continuerà a diminuire. Entrambi i fattori dovrebbero stimolare la domanda delle economie domestiche. In generale, l'allentamento della politica monetaria sta raggiungendo l'economia reale: ad aprile il numero di permessi di costruzione di immobili residenziali, rettificato per i fattori stagionali, ha raggiunto il massimo da agosto 2022. Pertanto, nei prossimi trimestri l'attività edilizia dovrebbe sostenere la crescita. Intanto, le elezioni presidenziali del 2027 si avvicinano. Non è chiaro se fino ad allora il governo avrà un margine di manovra sufficiente per consolidare il bilancio e attuare la riforma delle pensioni. Eppure, il premio di rischio dei titoli di Stato francesi rispetto ai Bund tedeschi è leggermente diminuito.

#### Inflazione

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

A quota 0,7% a maggio, l'inflazione in Francia è ai minimi da più di quattro anni. Il rapido calo della pressione inflazionistica deriva dall'apprezzamento dell'euro. Anche le aspettative d'inflazione di consumatori e investitori rimangono ben ancorate: secondo un sondaggio della BCE, per i prossimi tre anni i consumatori si aspettano un tasso d'inflazione medio del 2%. Attualmente il tasso d'inflazione implicito nei titoli di Stato francesi a 10 anni indicizzati all'inflazione è pari all'1,9%.

## Italia

### Ritorno all'avanzo primario

Ad aprile la fiducia delle imprese italiane ha visto alti e bassi per via dell'incertezza sul fronte delle politiche commerciali. Gli indici dei responsabili degli acquisti segnalavano un'attività economica solida, ma le indagini dell'Istat, l'istituto nazionale di statistica, hanno evidenziato un deterioramento generalizzato del sentiment. Questa dinamica è stata particolarmente pronunciata nel settore dei servizi, mentre l'edilizia e le vendite all'ingrosso e al dettaglio hanno continuato a registrare un clima positivo. Nell'industria, le esportazioni anticipate verso gli USA per via delle minacce di dazi hanno avuto un ruolo importante: ad aprile sono aumentate del 41% rispetto all'anno precedente. Tuttavia, secondo l'indagine Istat le componenti previsionali delle industrie sono rimaste negative. Ad aprile sono giunte buone notizie riguardo alla situazione debitoria. Nella notifica alla Commissione europea, per la prima volta dalla pandemia l'Istat ha comunicato un ritorno delle finanze pubbliche a un avanzo primario (avanzo di bilancio al lordo degli interessi) nel 2024. Il differenziale d'interesse tra i titoli di Stato italiani e tedeschi a 10 anni ha continuato a diminuire e mentre scriviamo è pari ad appena l'1%.

## Spagna

### Meno salda, ma non debole

Nel T1 2025 la crescita economica in Spagna ha subito un leggero rallentamento, ma con lo 0,6% rispetto al trimestre precedente resta comunque sostenuta rispetto al resto dell'Europa. Il rallentamento è ascrivibile perlopiù ai consumi delle economie domestiche, la cui espansione si è quasi dimezzata rispetto al trimestre precedente. D'altro canto, la crescita delle esportazioni ha accelerato. A differenza di altri Paesi europei, ciò non è dovuto all'anticipazione delle esportazioni verso gli Stati Uniti, poiché la quota delle esportazioni spagnole oltreoceano è modesta. I dati relativi al T1 2025 mostrano persino un calo delle esportazioni verso gli Stati Uniti. L'inizio del T2 è stato contrastante: ad aprile la fiducia delle industrie spagnole ha continuato a indebolirsi, mentre l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per l'intera eurozona ha registrato una leggera ripresa. Secondo l'indice PMI, il settore dei servizi resta solido e dovrebbe continuare a sostenere la crescita dell'economia spagnola.

## Svizzera

### Segnali di deflazione

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,1%	2025: 1,0%
2026: 1,8%	2026: 1,4%

I dati economici in arrivo richiedono un'attenta analisi. La crescita del prodotto interno lordo nel T1 2025 è stata gonfiata dagli effetti anticipatori in previsione dei dazi sulle importazioni di merci negli Stati Uniti. I dati relativi alla produzione e all'esportazione dell'industria farmaceutica parlano chiaro: nel solo mese di marzo la produzione di questo settore è aumentata del 60% rispetto al mese precedente. I dati sul commercio estero per aprile mostrano già un nuovo calo significativo delle esportazioni verso gli Stati Uniti. Rimane incerto l'impatto che la politica commerciale del governo USA avrà su questo importante settore di esportazione. Pertanto, gli impulsi positivi sull'economia interna diventano ancora più importanti. La politica monetaria espansiva della BNS si è tradotta in un netto aumento dei permessi di costruzione. Su base nominale, il volume di costruzione autorizzato nel settore residenziale supera di oltre un terzo il livello del 2023. Come nel 2015, l'apprezzamento del franco incrementa il potere d'acquisto delle economie domestiche. L'indagine della SECO sulla fiducia dei consumatori suggerisce che questi ultimi sono molto preoccupati per la situazione economica mondiale, ma continuano a giudicare positivamente la propria situazione finanziaria.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,1%	2025: 0,3%
2026: 0,5%	2026: 0,6%

In base al tasso di variazione annuale dell'indice nazionale dei prezzi al consumo, siamo di fronte a una breve fase di deflazione moderata. La causa principale è il calo dei prezzi dei beni importati, per via dell'apprezzamento del franco e della diminuzione dei prezzi dei combustibili fossili. Nei 10 anni precedenti la pandemia la Svizzera ha attraversato quattro fasi di deflazione. Come in quel periodo che si credeva ormai superato, anche quest'anno il tasso guida della BNS potrebbe tornare in territorio negativo.

## Regno Unito

### Momentum eccessivo

#### Crescita del PIL

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

Nel T1 l'economia britannica è cresciuta più rapidamente del previsto. La crescita sostenuta dello 0,7% rispetto al trimestre precedente è stata trainata soprattutto dai notevoli investimenti delle imprese, ma anche il commercio estero ha dato un contributo positivo. Ciò potrebbe ascrivere a una certa anticipazione delle esportazioni verso gli Stati Uniti in vista dell'entrata in vigore dei dazi a inizio aprile. Più sorprendente è invece il calo della spesa pubblica, dato che il bilancio autunnale prevedeva investimenti pubblici anticipati per la prima metà del 2025. È possibile che, per via delle turbolenze sui mercati finanziari e della dichiarazione di primavera del Ministro delle Finanze, parte della spesa pubblica sia stata sospesa e possa essere utilizzata solo nei prossimi mesi. Anche i consumi privati sono stati inferiori alle attese, ma il loro contributo è rimasto positivo. Nel complesso, probabilmente la crescita del PIL nel T1 sopravvaluta l'attuale vigore dell'economia britannica, poiché il quadro è distorto da diversi effetti *tantum*. Nel T2 alcuni driver di crescita, in particolare il commercio estero, potrebbero subire un'inversione di tendenza e l'espansione potrebbe rivelarsi più debole del previsto. Tuttavia, la spesa pubblica dovrebbe continuare a sostenere l'economia per il resto dell'anno. Anche il mercato del lavoro britannico resta solido.

#### Inflazione

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

Ad aprile l'inflazione è salita notevolmente, ma la situazione è meno drammatica di quanto sembri. Il quadro è stato distorto soprattutto dal netto aumento della tassa sui veicoli (Vehicle Excise Duty) e dalla volatilità dei prezzi dei viaggi tutto compreso. Resta evidente che nel Regno Unito l'inflazione di fondo è molto più alta che nel resto d'Europa anche per via dei prezzi più stabili dei servizi, mentre l'inflazione dei beni di base è più bassa che nell'Europa continentale.

## Cina

### De-escalation, ma per quanto?

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 4,5%	2025: 4,3%
2026: 3,9%	2026: 4,0%

Dopo l'escalation della disputa doganale tra gli Stati Uniti e la Cina, che ha visto i dazi USA sulle merci cinesi raggiungere livelli da embargo del 145%, ora è iniziata una fase di distensione. Nonostante ciò, il dazio USA medio sui prodotti cinesi rimane a circa il 41% e si compone di un dazio preesistente, un dazio del 20% legato alla questione del fentanyl e una tariffa di base del 10%. L'attuale sospensione dei dazi durerà solo 90 giorni e dovrebbe essere utilizzata per nuove trattative basate sulla «Fase 1» dell'accordo commerciale del gennaio 2020. L'attenzione torna a concentrarsi su temi quali l'aumento delle esportazioni USA verso la Cina e la creazione di condizioni più eque per le imprese americane. Se le questioni principali restassero queste, la Cina sarebbe probabilmente disposta a fare alcune concessioni, consentendo al governo USA di ottenere un successo politico e di accantonare temporaneamente la questione. Tuttavia, esiste la possibilità che vengano messi all'ordine del giorno temi molto più complessi, come l'abbandono del modello economico basato sulla politica industriale da parte della Cina o un apprezzamento della valuta cinese. In tal caso, raggiungere un accordo globale sarebbe più difficile e le trattative potrebbero rivelarsi molto più complesse.

#### Inflazione

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

Nonostante i maggiori sforzi del governo cinese per stimolare i consumi privati, le tendenze deflazionistiche non accennano a diminuire. Ad aprile l'inflazione primaria è stata leggermente negativa rispetto all'anno precedente. La persistente guerra commerciale pesa sulla domanda estera e dovrebbe limitare ulteriormente il margine di manovra delle imprese in materia di prezzi.

## Economic Research



**Marc Brüttsch**  
**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 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.