

Luglio 2025

Punti chiave

Stati Uniti: dopo l'anticipazione di consumi e produzione, i dati sull'attività mostrano segni di rallentamento.

Eurozona: consumi in ripresa grazie al tasso di risparmio delle famiglie e alla crescita dei salari reali.

Cina: economia ancora resiliente grazie alla crescita delle esportazioni e alla diversificazione commerciale.

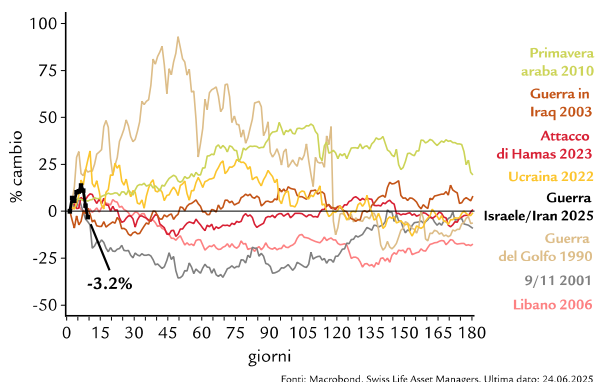
Previsioni: un confronto

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

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 9 giugno 2025

Grafico del mese

Impatto a breve termine di eventi geopolitici sui prezzi del Brent (in USD)



Con l'intervento degli Stati Uniti nel conflitto tra Iran e Israele, culminato nell'attacco agli impianti nucleari iraniani, il prezzo del petrolio è aumentato bruscamente. Tuttavia, dopo l'annuncio di una tregua da parte del Presidente americano, il premio di rischio sul greggio è tornato subito sui livelli prebellici. La storia insegna che le crisi in Medio Oriente causano rincari duraturi solo quando i mercati temono per la produzione, come durante la Guerra del Golfo o la Primavera araba. Al momento attacchi alle infrastrutture petrolifere o la chiusura dello Stretto di Hormuz appaiono improbabili, non essendo nell'interesse né dell'Iran né degli Stati Uniti.

Stati Uniti

Rinvio della sospensione dei dazi?

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1.5%	2025: 1.5%
2026: 1.5%	2026: 1.6%

Gli ultimi dati sull'attività USA confermano il rallentamento previsto, dopo che imprese ed economie domestiche hanno anticipato gli acquisti di beni importati a causa dei dazi. A maggio le vendite al dettaglio e la produzione industriale hanno subito una flessione e sono crollate soprattutto le vendite di automobili. Tuttavia, vista la netta diminuzione delle importazioni USA, nel secondo trimestre la crescita del PIL sarà ancora apprezzabile. GDPNow, l'indicatore in tempo reale della Fed di Atlanta, prevede persino una crescita del PIL del 3,4% su base annualizzata, ma nel secondo semestre ci aspettiamo un rallentamento della crescita più marcato a causa dei dazi. Riteniamo che per gli Stati Uniti la guerra commerciale rappresenti un rischio decisamente maggiore rispetto a una possibile escalation del conflitto in Medio Oriente, poiché gli Stati Uniti sono pressoché indipendenti dal punto di vista energetico. La sospensione dei dazi si concluderà il 9 luglio per tutti i Paesi tranne la Cina. Ci aspettiamo un mix di nuovi rinvii (per i Paesi per i quali un accordo commerciale appare realistico) e dazi più elevati che potrebbero colpire soprattutto Paesi emergenti nei quali si teme che possano transitare sempre più merci cinesi dirette negli Stati Uniti. L'incertezza in materia di politica commerciale rimane quindi elevata, ma non riteniamo che il nervosismo sui mercati raggiungerà i livelli registrati dopo il «Liberation Day» del 2 aprile.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 3.0%	2025: 3.0%
2026: 3.5%	2026: 2.8%

Anche a maggio i dazi non hanno avuto effetti significativi sull'inflazione. I prezzi di alcuni beni perlopiù importati, come le attrezzature sportive e gli articoli elettronici, sono saliti, ma tale rincaro è stato compensato dal calo dei prezzi delle automobili e dalla bassa inflazione nel settore dei servizi. Nel complesso, continuiamo a prevedere un aumento ritardato dei prezzi dei beni a causa dei dazi doganali, che potrebbe far registrare un'inflazione più alta del previsto nel 2026.

Eurozona

Consumi: un'ancora di salvezza

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1.1%	2025: 1.0%
2026: 1.1%	2026: 1.1%

La crescita del PIL per il primo trimestre del 2025 è stata nuovamente rivista al rialzo (dallo 0,3% allo 0,6% rispetto al trimestre precedente). Tuttavia, i dati sovrastimano la dinamica sottostante, in quanto l'Irlanda e le esportazioni anticipate continuano a distorcere le statistiche. Pertanto, non riteniamo che la crescita sostenuta del primo trimestre darà luogo a una maggiore espansione del PIL per l'intero anno, ma prevediamo un'inversione di tendenza nei trimestri successivi a causa del calo della domanda USA. Abbiamo modificato di conseguenza la nostra traiettoria di crescita trimestrale per quest'anno, lasciando invariate all'1% le nostre previsioni di crescita per il 2025. Continuiamo a considerare la domanda interna un importante fattore di crescita per il resto dell'anno. L'aumento dei salari reali nei quattro principali Paesi dell'eurozona rimane positivo. Il tasso di risparmio delle economie domestiche è ancora relativamente elevato e il contesto di bassi tassi d'interesse dovrebbe dare un ulteriore impulso. Inoltre, le condizioni tese sul mercato del lavoro dovrebbero sostenere la congiuntura e i consumi. Un indicatore della Commissione europea mostra che, nonostante un calo della produzione, l'11% delle aziende non ha ridotto l'organico, poiché prevede che in futuro sarà più difficile assumere personale.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1.9%	2025: 2.0%
2026: 1.8%	2026: 1.8%

A maggio l'inflazione è scesa all'1,9%, un livello inferiore alle aspettative, e anche l'inflazione di fondo ha subito una netta flessione ascrivibile al calo dell'inflazione dei servizi. Tuttavia, su questo settore hanno influito forti effetti stagionali dovuti alla Pasqua tardiva di quest'anno, che ad aprile ha fatto salire i prezzi dei servizi legati alle vacanze. Per maggio era prevista un'inversione di questa tendenza.

Germania Crescita in vista

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0.4%	2025: 0.1%
2026: 1.4%	2026: 1.2%

In Germania la ripresa iniziata a gennaio prosegue. Malgrado le tensioni geopolitiche, la persistente incertezza sul commercio mondiale e una battuta d'arresto temporanea a maggio, si moltiplicano i segnali di una graduale ripresa economica. Gli indicatori di tendenza, come le indagini ifo, ZEW e PMI, mostrano un miglioramento moderato ma generalizzato. Le aziende valutano in modo più positivo soprattutto l'attuale situazione economica e l'indice PMI per l'economia nel suo complesso è tornato oltre la soglia di crescita. Nel commercio estero, l'anticipazione delle esportazioni mostra i suoi effetti: il settore delle esportazioni perde slancio. L'economia interna, invece, resta stabile e sostiene la crescita moderata. Sorprendentemente, nel primo trimestre i consumi privati e gli investimenti delle imprese sono leggermente aumentati. Al contempo, i primi segnali dal settore edilizio, come i permessi di costruzione, indicano una cauta ripresa dopo la netta contrazione degli ultimi due anni. Il bilancio 2025 del nuovo governo federale è molto ambizioso e prevede un aumento significativo della spesa per la difesa e le infrastrutture già nel 2025. A tal fine, è previsto un nuovo indebitamento di oltre il 3% del PIL all'anno. A partire dal 2026, questi investimenti dovrebbero portare a una crescita significativa, con effetti positivi sull'occupazione e sugli investimenti delle imprese.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2.0%	2025: 2.1%
2026: 2.0%	2026: 2.0%

A maggio il tasso d'inflazione, pari al 2,1%, è rimasto vicino all'obiettivo, soprattutto grazie al calo dei prezzi dell'energia. L'inflazione di fondo, che esclude energia e generi alimentari, si attesta invece al 2,8%, a dimostrare che la normalizzazione dell'inflazione non si è ancora conclusa. La pressione sui prezzi rimane particolarmente ostinata nel settore dei servizi. Tuttavia, nell'attuale contesto prevediamo un calo dell'inflazione lento ma costante.

Francia Ripresa lenta

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0.6%	2025: 0.5%
2026: 1.2%	2026: 0.9%

In Francia il miglioramento dei dati economici è più lento che in altri Paesi europei. Secondo i dati preliminari, a giugno il Paese è in ritardo per quanto riguarda la ripresa dell'indice PMI per l'industria. I segnali di un impatto dei dazi USA meno pronunciato di quanto temuto all'inizio di aprile sembrano incidere meno che in altri Paesi. L'indice PMI dei servizi, in calo a giugno, suggerisce che in Francia l'incertezza è ancora elevata dopo lo scioglimento del Parlamento l'anno scorso. Importanti eccezioni sono il settore edilizio e il turismo: i dati di aprile relativi ai permessi di costruzione (ristrutturazioni e nuovi progetti residenziali) mostrano un aumento del 40% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente. La normalizzazione della politica monetaria sembra quindi raggiungere gradualmente l'economia reale. I dati ad alta frequenza destagionalizzati di Indeed sugli annunci di lavoro online segnalano un netto aumento delle offerte di lavoro a giugno. Quanto al turismo, prosegue il boom dei visitatori esteri già menzionato in precedenza. Ad aprile il numero di pernottamenti di ospiti stranieri in hotel ha raggiunto i massimi dal 2011. Ancora più attuali sono i dati sui voli aerei da e verso i principali aeroporti parigini, che per il mese di maggio non raggiungevano livelli così elevati dal 2000.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0.9%	2025: 1.0%
2026: 1.5%	2026: 1.5%

Tra i grandi Stati membri dell'eurozona, a maggio la Francia ha registrato il tasso d'inflazione di gran lunga più basso, pari allo 0,7%. Delle dodici categorie del paniere tipo dell'indice dei prezzi al consumo solo due, tra cui alcolici e tabacco, hanno registrato un rincaro annuo di oltre il 2%. Sembra che attualmente la politica monetaria della BCE sia troppo restrittiva per la Francia, il che potrebbe in parte spiegare la debolezza della dinamica economica.

Italia

Verso nuovi minimi

Ad aprile in Italia si è verificato un evento storico: il tasso di disoccupazione ha raggiunto il 5,9%, il livello più basso dall'aprile 2007, che a sua volta era stato il minimo storico negli anni del boom che ha seguito l'adozione dell'euro. Tutto fa pensare che la storia di successo del mercato del lavoro italiano continuerà. A livello strutturale, anche in Italia si registra una carenza di manodopera causata dall'invecchiamento demografico, mentre il motore dell'economia continua a funzionare senza intoppi. Ad eccezione del turismo, i settori orientati all'esportazione sono alle prese con numerosi ostacoli, ma l'economia interna è ancora in un circolo virtuoso caratterizzato da calo della disoccupazione, aumento dei consumi, diminuzione dei costi finanziari e fondi NextGenerationEU. Anche l'inflazione si è stabilizzata sotto il 2% con una composizione favorevole: i prezzi dell'energia e dei beni sono scesi da inizio anno e l'inflazione deriva principalmente dai servizi. Ciò trova riscontro nella crescita sostenuta dei salari, che va dall'1,9% al 4,5% in termini nominali, a seconda dell'indicatore considerato.

Spagna

Situazione eccezionale

Al vertice Nato il Primo ministro Pedro Sánchez ha ottenuto una deroga che esonera la Spagna dal raggiungere l'obiettivo di destinare il 5% del PIL alla spesa per la difesa. Il premier spagnolo si è impegnato a destinare alla difesa solo il 2,1% del PIL, quindi il Paese resta il fanalino di coda in Europa. Al momento Sánchez è alle prese con diversi problemi di politica interna. Un aumento della spesa militare è impopolare in Spagna, inoltre l'instabile coalizione di governo non è ancora riuscita ad approvare il bilancio per quest'anno. Le indagini sulle accuse di corruzione all'interno di PSOE, il partito al governo, si stanno intensificando e le richieste di elezioni anticipate sono sempre più insistenti. Sánchez, che non è direttamente coinvolto nelle indagini, è fermamente intenzionato a restare in carica fino al 2027. Finora questa notevole incertezza politica non ha avuto ripercussioni sull'attività economica, ma, se dovesse protrarsi, potrebbe avere un impatto negativo sulla fiducia dei consumatori e delle imprese.

Svizzera

Esportazioni tra alti e bassi

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1.3%	2025: 1.1%
2026: 1.8%	2026: 1.4%

Il secondo trimestre del 2025 è stato segnato da sconvolgimenti geopolitici. La politica doganale USA ha temporaneamente indebolito la fiducia dei consumatori in Svizzera, ma già a maggio l'indice SECO ha rilevato una sensibile ripresa. Le conseguenze economiche dei continui attacchi reciproci tra Israele e l'Iran restano incerte. Sorprendentemente, il settore privato evidenzia un'ottima tenuta nonostante l'accresciuta incertezza. L'economia orientata all'esportazione – in particolare l'industria farmaceutica – è riuscita ad aumentare significativamente la produzione e la consegna dei propri beni nel primo trimestre. Di conseguenza, le esportazioni hanno avuto un andamento altalenante. Fino a maggio incluso, i dati relativi alle esportazioni hanno registrato un calo significativo. Riteniamo che l'impatto di tali fluttuazioni causerà una stagnazione del PIL nel secondo trimestre. Salvo nuove escalation della guerra commerciale, le forze dell'economia interna, come i consumi delle economie domestiche e l'attività edilizia, dovrebbero sostenere la congiuntura. Attualmente le nostre previsioni per il 2026 divergono notevolmente dal consensus. Ci aspettiamo che i consumi delle economie domestiche contribuiscano in misura significativa alla crescita del PIL, come nel 2015, quando lo shock del franco rafforzò da un giorno all'altro il potere d'acquisto delle economie domestiche.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0.1%	2025: 0.2%
2026: 0.5%	2026: 0.6%

Prevediamo ancora una breve fase di deflazione a causa del calo dei prezzi all'importazione. Tuttavia, l'escalation in Medio Oriente sta causando un netto aumento dei prezzi al consumo dei prodotti petroliferi: alla fine della settimana 25, a Zurigo il gasolio costava il 16% in più rispetto a prima dell'attacco di Israele. Anche se al momento nessuno pensa al riscaldamento, un aumento duraturo dei prezzi del petrolio potrebbe avere un ruolo decisivo nell'andamento del tasso d'inflazione in Svizzera nei prossimi mesi.

Regno Unito

Mercato del lavoro più debole

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1.1%	2025: 1.0%
2026: 1.2%	2026: 1.0%

Ad aprile il PIL mensile si è contratto dello 0,3% a causa di un rallentamento dei servizi e della produzione industriale. Nel mese sono entrati in gioco alcuni effetti *una tantum*: da un lato, l'aumento della tassa di bollo e dei contributi alle assicurazioni sociali e, dall'altro, l'introduzione dei dazi doganali USA. I dati indicano un'inversione della domanda anticipata di beni britannici da parte degli Stati Uniti registrata a marzo. Ad aprile la produzione di veicoli a motore, ad esempio, è diminuita del 9,6% rispetto al mese precedente, dopo aver registrato un aumento della stessa entità a marzo. Da questo punto di vista, i dati sul PIL di aprile non destano particolari preoccupazioni. Tuttavia, il mercato del lavoro mostra i primi segni di un rallentamento. Ad aprile la crescita dei salari e l'aumento dell'occupazione hanno subito una battuta d'arresto e il tasso di disoccupazione è salito leggermente al 4,6%. I dati confermano l'indebolimento della crescita dell'occupazione, che è osservabile anche in altri indicatori, come le componenti occupazionali dell'indice PMI. Il PMI complessivo per i servizi e l'industria di giugno ha dato un'ulteriore conferma di questa dinamica e segnala ancora un calo della componente occupazionale. Questo rallentamento è ascrivibile soprattutto al settore dei servizi, probabilmente a seguito dell'aumento dei contributi alle assicurazioni sociali.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 3.1%	2025: 3.2%
2026: 2.2%	2026: 2.4%

A maggio l'inflazione è scesa leggermente al 3,4% soprattutto per via del calo dei prezzi dei servizi. Ha avuto un ruolo anche un errore di calcolo dell'imposta sui veicoli a motore dell'Office for National Statistics, che ha influito sull'inflazione primaria nella misura dello 0,1% circa. A giugno la Bank of England ha lasciato invariati i tassi d'interesse, ma nel suo comunicato ha menzionato l'indebolimento del mercato del lavoro e confermato il graduale allentamento monetario.

Cina

Solidità malgrado i dazi

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 4.5%	2025: 4.5%
2026: 3.9%	2026: 4.2%

L'economia cinese deve affrontare numerose sfide, non solo a causa della guerra commerciale con gli Stati Uniti, ma anche per via delle pressioni deflazionistiche derivanti dal calo dei consumi innescato dalla crisi immobiliare. Tuttavia, il Paese appare resiliente: è riuscito a evitare un crollo delle esportazioni grazie all'efficace diversificazione dei suoi partner commerciali. A maggio le esportazioni cinesi sono cresciute del 4,8% rispetto all'anno precedente, malgrado il crollo di oltre il 30% delle esportazioni verso gli Stati Uniti a seguito dei dazi del 145% in vigore fino a metà maggio. Da allora i dazi sono stati ridotti a circa il 40%, pertanto il netto calo delle esportazioni verso gli Stati Uniti dovrebbe attenuarsi leggermente nei prossimi mesi. Al contempo, l'industria high tech cinese si afferma sempre più come nuova locomotiva della crescita. Oltre a essere leader nei settori dei veicoli elettrici, dei pannelli fotovoltaici e delle batterie, oggi la Cina detiene oltre il 50% della quota di mercato globale in aree quali la produzione chimica, la costruzione navale, la robotica industriale, i droni e la biotecnologia. Vista la posizione di forza del gigante asiatico, difficilmente gli Stati Uniti riusciranno a ottenere concessioni durante la guerra commerciale senza offrire qualcosa in cambio. Le trattative in corso durante la sospensione dei dazi, che durerà fino a metà agosto, si preannunciano quindi piuttosto difficili.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0.3%	2025: 0.2%
2026: 1.3%	2026: 0.8%

A maggio l'inflazione primaria in Cina, pari al -0,1%, è rimasta in territorio negativo per il quarto mese consecutivo. Pur essendo leggermente aumentata allo 0,6%, l'inflazione di fondo, che esclude componenti volatili come generi alimentari ed energia, resta su un livello estremamente basso. Riteniamo che le pressioni deflazionistiche perdureranno anche nei prossimi mesi, in quanto la domanda non riesce a tenere il passo con il volume di produzione.

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 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.K.