

Agosto 2025

Punti chiave

Stati Uniti: meno incertezza grazie agli accordi commerciali, crescono però i dazi medi.

Eurozona: domanda interna sostenuta, ma domanda estera in calo dopo l'anticipo delle esportazioni.

Cina: l'obiettivo di crescita del 5% circa è alla portata, ma la pressione deflazionistica resta una sfida.

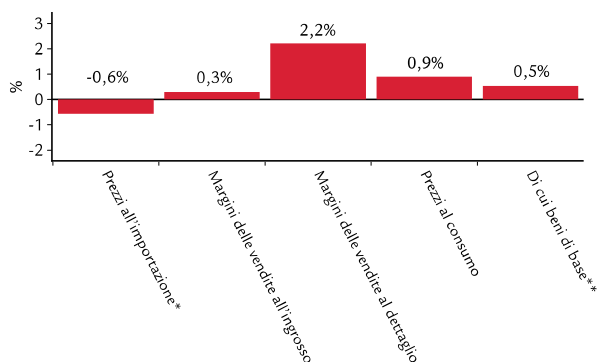
Previsioni: un raffronto

	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	1,5%	1,5%	1,5%	1,7% ↑	3,0%	2,9% ↓	3,5%	2,7% ↓
Eurozona	1,2% ↑	1,1% ↑	1,1%	1,1%	2,0% ↑	2,0%	1,9% ↑	1,8%
Germania	0,5% ↑	0,2% ↑	1,4%	1,2%	2,0%	2,1%	2,0%	2,0%
Francia	0,6%	0,5%	1,2%	0,9%	1,1% ↑	1,0%	1,6% ↑	1,5%
Italia	0,5%	0,6% ↑	0,6%	0,7%	1,6%	1,7% ↓	1,8%	1,6% ↓
Spagna	2,5% ↑	2,4%	1,7%	1,8%	2,6% ↑	2,4% ↑	1,8% ↑	1,9%
Regno Unito	1,1%	1,0%	1,2%	1,0%	3,3% ↑	3,2%	2,3% ↑	2,4%
Svizzera	1,2% ↓	1,2% ↑	1,7% ↓	1,4%	0,1%	0,2%	0,5%	0,6%
Giappone	1,0%	0,8%	0,6%	0,7%	3,1%	3,0% ↑	1,8%	1,7% ↑
Cina	4,8% ↑	4,6% ↑	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, 10 luglio 2025

Grafico del mese

Chi paga i dazi USA? Variazione di alcuni indicatori USA selezionati tra febbraio e giugno 2025



* Senza dazi, ** Tutti i beni, esclusi alimentari, energia e veicoli. Fonte: Macrobond, Swiss Life Asset Managers.

Da febbraio, quando è iniziata la guerra commerciale, le entrate doganali USA si sono quadruplicate, raggiungendo l'1,1% del PIL. Deludendo le speranze del governo USA, i produttori esteri hanno fatto ben poche concessioni e i prezzi all'importazione USA sono scesi di poco. Al contempo, non è ancora possibile stabilire in quali aree della catena del valore USA si concentrano i costi doganali. Da febbraio, i prezzi al consumo dei beni di base importati sono saliti solo dello 0,9% e i margini commerciali sono persino cresciuti. Crediamo che dipenda dalle scorte abbondanti e che solo in seguito i costi doganali reali si tradurranno in margini più bassi e prezzi finali più alti.

Stati Uniti

Gli accordi non portano crescita

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,5%	2025: 1,5%
2026: 1,5%	2026: 1,7%

La guerra commerciale rimane il tema dominante per l'economia statunitense. Gli accordi USA con l'UE e il Giappone dimostrano che ridurre l'incertezza in materia di politica commerciale dopo mesi di caos è la priorità degli Stati Uniti. Prevediamo quindi che nel T3 il Paese cercherà di raggiungere accordi anche con altri importanti partner commerciali, se necessario prorogando ancora le scadenze. Pur riducendo l'incertezza, gli accordi commerciali continueranno a spingere al rialzo i dazi medi sulle importazioni, poiché negli ultimi accordi i dazi di base sono stati aumentati dal 10% al 15% (Giappone e UE) e persino al 20% (Vietnam). Pertanto, continuiamo a prevedere una crescita debole dell'economia USA nella seconda metà dell'anno. I consumi privati, che hanno registrato il dato più debole dalla pandemia, hanno deluso già nel primo semestre e hanno scarse prospettive di miglioramento se le nostre previsioni sull'aumento dei prezzi si riveleranno corrette. Nella prima metà dell'anno gli investimenti nell'edilizia residenziale sono diminuiti a causa degli alti tassi ipotecari. I previsti tagli dei tassi guida non porteranno sollievo, poiché a nostro avviso i tassi a lungo termine rilevanti resteranno alti. Inoltre, i dazi potrebbero frenare gli investimenti delle imprese, che finora hanno registrato un andamento positivo. Per questi motivi, confermiamo le nostre previsioni prudenti sul PIL degli Stati Uniti per il 2025 e il 2026.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 3,0%	2025: 2,9%
2026: 3,5%	2026: 2,7%

A giugno i dazi hanno avuto effetti più marcati sull'inflazione. I prezzi dei beni sono saliti dello 0,6% rispetto al mese precedente, escludendo i prezzi volatili di alimentari ed energia, nonché quelli dei veicoli, che a sorpresa sono scesi ulteriormente a giugno. Dopo alcuni mesi deboli, a giugno i prezzi dei servizi si sono ripresi, ma alla luce della domanda relativamente fiacca dei consumatori e del calo della pressione salariale, riteniamo che si tratti di un fenomeno temporaneo.

Eurozona

Crescita nonostante l'incertezza

Crescita del PIL

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

Nel T2 l'economia europea ha registrato una performance migliore del previsto. Invece della stagnazione prevista, l'eurozona ha registrato una crescita dello 0,1% rispetto al trimestre precedente. A livello di singoli Paesi, la situazione è disomogenea: l'economia tedesca e quella italiana hanno subito una contrazione, mentre in Francia e Spagna si è registrata una crescita superiore alle attese. È incoraggiante il contributo positivo della domanda interna, salvo da parte della Francia. L'Irlanda ha registrato la contrazione più pronunciata nell'eurozona, pari al -1,0%, attribuibile al calo delle esportazioni farmaceutiche nel T2. Malgrado l'incertezza persistentemente elevata, i dati finora disponibili indicano un inizio del T3 migliore del previsto. A luglio, l'indice PMI del settore manifatturiero è leggermente migliorato, ma è rimasto sotto la soglia di crescita. Al contempo, i nuovi ordinativi sono leggermente diminuiti, il che potrebbe indicare una possibile fine della domanda anticipata negli Stati Uniti. Al momento è ancora difficile valutare gli effetti della politica commerciale a causa del ritardo nella pubblicazione dei dati sul commercio. L'accordo commerciale previsto tra gli Stati Uniti e l'UE dovrebbe garantire una maggiore sicurezza nella pianificazione, ma non modifica il nostro scenario di base, che prevede un rallentamento della crescita nella seconda metà dell'anno.

Inflazione

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

A giugno l'inflazione è leggermente aumentata, portandosi al 2%. Questo incremento è dovuto, da un lato, al rincaro della benzina, componente che a luglio dovrebbe ridimensionarsi per via della flessione dei prezzi nella seconda metà del mese. D'altro canto, l'inflazione dei servizi è leggermente aumentata per via del rincaro dei trasporti e dei servizi legati alle vacanze, come i viaggi tutto compreso. A giugno l'inflazione di fondo è rimasta invariata al 2,3%.

Germania

Tendenza al rialzo minima

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,5%	2025: 0,2%
2026: 1,4%	2026: 1,2%

I consumi privati in Germania hanno registrato un andamento solido e, secondo un comunicato stampa dell'Ufficio federale di statistica tedesco, nel T2 hanno dato nuovamente un contributo positivo alla crescita del PIL. Nonostante le scorte in previsione di un aumento dei dazi USA, la dinamica delle esportazioni ha subito un rallentamento. Il nuovo accordo doganale tra UE e Stati Uniti, che prevede un dazio base del 15% su gran parte delle esportazioni tedesche, e il calo dei nuovi ordinativi da maggio indicano una diminuzione della domanda estera. Tuttavia, il settore dei servizi ha continuato a registrare una crescita moderata e anche l'edilizia è ottimista alla luce del calo dei tassi e del pacchetto infrastrutturale previsto. Questi miglioramenti lievi ma diversificati non hanno ancora inciso positivamente sul mercato del lavoro: il numero di disoccupati è rimasto pressoché invariato e il numero di posti vacanti ha continuato a diminuire. Anche l'indice PMI prevede un andamento dell'occupazione sottotono. Un mercato del lavoro solido attenuerebbe la notevole propensione al risparmio, rafforzando i consumi e l'economia nel suo complesso. Nella seconda metà dell'anno, tuttavia, due fattori che gravano sulle imprese tedesche dovrebbero attenuarsi: l'incertezza paralizzante in materia di politica economica e la domanda debole, che saranno compensate almeno in parte dai pacchetti fiscali varati dai governi.

Inflazione

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

A giugno il tasso d'inflazione tedesco ha raggiunto il 2% per la prima volta da ottobre 2024, sulla scia del graduale calo dell'inflazione dei servizi da inizio anno. Sebbene ciò confermi la nostra visione di una persistente normalizzazione dell'inflazione, attualmente quest'ultima è frenata dai prezzi bassi dell'energia, dalla valuta forte e dalla congiuntura debole. Se questi fattori dovessero cambiare, l'inflazione potrebbe riacquistare slancio.

Francia

Segnali di ripresa congiunturale

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,6%	2025: 0,5%
2026: 1,2%	2026: 0,9%

Nel T2 il PIL è cresciuto dello 0,3% rispetto al trimestre precedente, soprattutto grazie all'aumento delle scorte. Il consumo interno e le esportazioni nette sono stati deboli a causa della cautela delle famiglie e della guerra commerciale e, secondo l'istituto di statistica Insee, hanno persino eroso la crescita. Tuttavia, secondo un sondaggio tra 8500 imprese pubblicato da Banque de France, a giugno l'attività si è ripresa, con un conseguente aumento della spesa per consumi nel mese. Con l'accordo raggiunto nella disputa sui dazi e un ulteriore allentamento della politica monetaria da parte della Banca centrale europea, nella seconda metà dell'anno la crescita dovrebbe accelerare. Oltre alle già menzionate indagini condotte tra le imprese, anche i dati provvisori di luglio degli indici PMI per l'industria e i servizi puntano in questa direzione. Dopo la pausa estiva, il nuovo progetto di bilancio del Primo Ministro Bayrou dovrebbe suscitare nuovamente forti reazioni sulla scena politica interna. I piani del governo di minoranza, a prima vista ambiziosi, incontrano l'opposizione dei sindacati e del Parlamento. Neppure i mercati finanziari ritengono probabile un'improvvisa disponibilità generale al consolidamento fiscale: dall'annuncio della finanziaria, il premio di rischio dei titoli di Stato francesi rispetto a quelli tedeschi è rimasto pressoché invariato.

Inflazione

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

In Francia il tasso d'inflazione rimane inferiore all'1%. A giugno si è registrato un aumento dei prezzi nel settore ricettivo, che a nostro avviso è ascrivibile alla forte domanda turistica dall'estero. Altri fornitori di beni e servizi hanno un potere di determinazione dei prezzi limitato, vista la già citata cautela dei consumatori. Anche il calo dei prezzi delle importazioni dalla zona dell'USD e dell'energia contribuisce alla dinamica disinflazionistica.

Italia

Consumi solidi, export volatile

Dopo una crescita sostenuta nel T1 (+0,3% rispetto al trimestre precedente), nel T2 il PIL è sceso dello 0,1%. Secondo l'Istituto nazionale di statistica Istat, il contributo delle esportazioni nette è stato negativo, mentre la domanda interna è rimasta vigorosa. Ciò conferma il nostro scenario di base, secondo cui dopo l'anticipo delle esportazioni (in previsione dei dazi USA) si registrerà una battuta d'arresto già nel T2, mentre i consumi privati continueranno a crescere. Questo andamento dovrebbe protrarsi anche nella seconda metà dell'anno, ma in forma più attenuata. A giugno gli indici PMI hanno indicato una situazione positiva per gli ordinativi nel settore dei servizi, mentre il quadro per l'industria è apparso più contrastato. Nel mese gli indici PMI sono stati deboli, mentre dall'indagine Istat di luglio sulle imprese è emerso un quadro più favorevole per l'industria, con una continua ripresa degli ordini da livelli bassi (trainata dagli ordinativi interni). Intanto, come previsto, i dati salariali indicano un calo della pressione inflazionistica. Nel complesso, le nostre previsioni sul PIL e sull'inflazione rimangono invariate.

Spagna

Avanti tutta

L'economia spagnola è inarrestabile. Anche nel T2 la crescita del PIL ha superato le aspettative con un aumento dello 0,7% rispetto al trimestre precedente. I consumi delle economie domestiche sono rimasti il fattore trainante, mentre la spesa pubblica e il commercio estero hanno registrato una leggera contrazione. Tuttavia, la Spagna rimane il Paese dell'eurozona con le migliori performance. Il motivo è in parte che, rispetto ad altri Paesi dell'eurozona, la Spagna è meno dipendente dal commercio estero. D'altro canto, beneficia di un settore dei servizi solido, che nel T2 è cresciuto dell'1,2%. Anche l'industria è rimasta robusta, in espansione dello 0,9%. L'ottima performance economica continua a tradursi in un tasso di disoccupazione relativamente basso, intorno al minimo storico del 2008, mentre l'immigrazione continua a trainare la crescita demografica. Anche per la Spagna prevediamo un leggero rallentamento della crescita nella seconda metà dell'anno a causa dell'indebolimento del commercio estero, ma con una crescita del PIL comunque superiore alla media europea.

Svizzera

Esportazioni tra alti e bassi

Crescita del PIL

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

Il primo semestre per il commercio estero è stato all'insegna di alti e bassi. Nel T1 sono stati compiuti sforzi enormi, soprattutto nell'industria farmaceutica, per anticipare l'introduzione di dazi commerciali da parte dell'amministrazione USA. L'anticipo delle attività di produzione e consegna ha inevitabilmente causato battute d'arresto nel T2. Anche l'industria orologiera deve fare i conti con una persistente debolezza della domanda. I dati disponibili sul commercio estero per il T2 ci inducono a rivedere al ribasso le nostre previsioni di crescita del prodotto interno lordo reale. Mentre scriviamo, non è ancora noto quale forma assumerà l'accordo commerciale con gli Stati Uniti. Le previsioni restano quindi altamente incerte. Il sorprendente successo di pubblico riscosso dal campionato europeo femminile di calcio potrebbe avere effetti positivi finora non considerati. Le località che hanno ospitato le partite hanno segnalato ottimi dati per quanto riguarda il settore alberghiero. Inoltre, come in altri Paesi europei, la politica monetaria accomodante dà impulso al settore delle costruzioni.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,1%	2025: 0,2%
2026: 0,5%	2026: 0,6%

A giugno la tendenza al ribasso del tasso d'inflazione ha subito una battuta d'arresto. Su base annua, l'indice nazionale dei prezzi al consumo è salito dello 0,1%. L'aumento è dovuto soprattutto al rincaro dei prodotti stagionali e dei servizi legati al turismo nei settori alberghiero, del noleggio di mezzi di trasporto privati e dei viaggi tutto compreso. Per la seconda metà del 2025 continuiamo a prevedere tassi d'inflazione intorno allo 0%. Riteniamo che i rischi a breve termine per le previsioni siano legati, da un lato, al clima piovoso di luglio, che potrebbe far salire ancora i prezzi dei prodotti stagionali, e, dall'altro, a un calo dei prezzi dell'energia.

Regno Unito

Tempi burrascosi

Crescita del PIL

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

Sul fronte della politica fiscale, nel Regno Unito la tempesta non accenna a placarsi. Dopo che il governo laburista è stato costretto dai propri parlamentari a revocare alcuni tagli alla spesa sociale, a giugno anche il debito pubblico è risultato superiore alle attese. Questi sviluppi hanno esercitato nuove pressioni sui titoli di Stato britannici e rendono necessari aumenti delle imposte nel bilancio autunnale per garantire il rispetto delle regole fiscali. Il governo laburista guidato dalla Ministra delle Finanze Reeves si è tuttavia fortemente limitato con il suo programma elettorale. Rachel Reeves si è infatti impegnata a non aumentare le imposte nelle categorie fiscali più importanti, come l'imposta sul valore aggiunto e l'imposta sul reddito. Le possibili fonti di entrate sono oggetto di accesi dibattiti tra gli economisti, ma non vi sono ancora segnali concreti da parte della Ministra delle Finanze. A lungo termine, l'incertezza fiscale depone a sfavore delle prospettive di crescita economica, poiché potrebbe frenare gli investimenti delle imprese e i consumi privati. Nel T2 l'economia britannica ha mostrato segni di debolezza. Il PIL mensile ha registrato una contrazione anche a maggio. Il calo è dovuto principalmente alla produzione industriale, che risente di una certa inversione della domanda anticipata dagli Stati Uniti. Grazie alla crescita sostenuta registrata nel T1, questo andamento non è particolarmente preoccupante.

Inflazione

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

A giugno, l'inflazione è aumentata più rapidamente del previsto, attestandosi al 3,6%. Questo rialzo inatteso è derivato soprattutto dal rincaro di benzina e generi alimentari. A giugno sono di nuovo leggermente aumentati anche i prezzi dei servizi, ma per via di componenti volatili come i prezzi dei voli aerei e dei trasporti. Prevediamo che l'inflazione rimarrà tenacemente oltre l'obiettivo del 2% fino a fine anno.

Cina

Obiettivo di crescita raggiunto?

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 4,8%	2025: 4,6%
2026: 4,0%	2026: 4,2%

Nel T2 di quest'anno l'economia cinese è cresciuta del 5,2%, superando le attese. Pertanto, abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni di crescita per il 2025 dal 4,5% al 4,8%. Con questo risultato, la Cina dovrebbe aver raggiunto il suo obiettivo di crescita ufficiale del 5,5% circa per il 2025. I principali fattori trainanti sono stati il settore industriale solido e i dati sulle esportazioni sorprendentemente positivi. Particolarmente degna di nota è la buona tenuta delle esportazioni, che a giugno sono cresciute del 5,8% nonostante i dazi USA di oltre il 40% sui prodotti cinesi. Il vigore dell'industria sottolinea il successo della trasformazione strutturale della Cina, che ha spostato il focus dal settore immobiliare a una strategia di crescita più orientata alla tecnologia. Tuttavia, il rovescio della medaglia è che la domanda interna non riesce a tenere il passo con gli alti livelli di produzione. Al contempo, lo sviluppo dei settori high tech, incoraggiato dallo Stato, porta a un'intensa concorrenza tra le imprese, con conseguenti pressioni sui margini. Ciò spinge i prezzi al ribasso: il deflatore del PIL, che riflette l'andamento dei prezzi di tutti i beni prodotti sul territorio nazionale, è negativo per il nono trimestre consecutivo. Pertanto, sebbene la crescita del PIL cinese sia impressionante, la domanda interna debole non riesce a dare slancio all'economia globale. Al contrario, esportando beni competitivi a prezzi bassi, la Cina favorisce la disinflazione globale.

Inflazione

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

Dopo quattro mesi negativi, a giugno la crescita annuale dei prezzi al consumo è tornata positiva, ma resta molto bassa (0,1%). La combinazione di un'elevata produzione e di una domanda modesta, unita all'intensa concorrenza tra le aziende nazionali, induce le imprese ad abbassare i prezzi. Il governo si dichiara sempre più contrario a una concorrenza eccessiva, ma per il momento la pressione deflazionistica dovrebbe persistere.

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.