

Prospettive annuali per il 2025

## Messaggi chiave

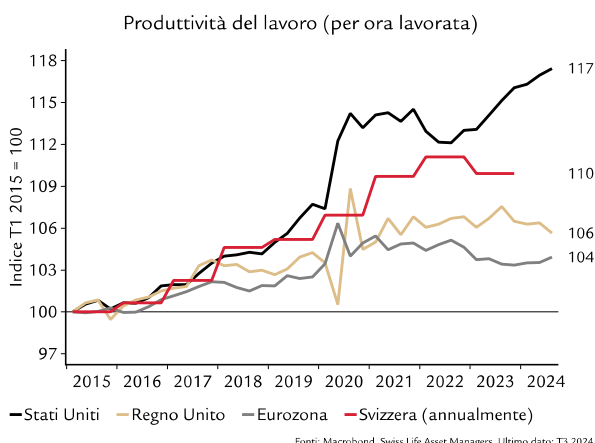
- Eurozona nel 2025: pessimismo eccessivo nonostante i problemi strutturali e l'elevata incertezza commerciale
- Stati Uniti nel 2025: la politica fiscale di Trump e i consumi solidi sono uno stimolo, i tassi alti un freno
- Cina nel 2025: i rischi per la crescita si spostano dalla crisi immobiliare ai dazi commerciali

## Previsioni: un raffronto

	Crescita PIL 2024		Crescita PIL 2025		Inflazione 2024		Inflazione 2025	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Stati Uniti	2,8% ↑	2,7%	2,3% ↑	2,0% ↑	2,9%	2,9%	2,4% ↑	2,4% ↑
Eurozona	0,8%	0,8%	0,9% ↓	1,0% ↓	2,4%	2,4%	1,7% ↓	1,9%
Germania	-0,1%	-0,1%	0,5% ↓	0,4% ↓	2,2% ↓	2,3%	1,8% ↓	2,0%
Francia	1,1% ↓	1,1%	0,8% ↓	0,8% ↓	2,0%	2,1% ↓	1,1%	1,4% ↓
Italia	0,5% ↓	0,5% ↓	0,6% ↓	0,8%	1,0%	1,1%	1,7%	1,7% ↓
Spagna	3,0%	3,0% ↑	1,7% ↓	2,2%	2,7%	2,8%	1,7% ↓	1,9% ↓
Regno Unito	0,9%	0,9%	1,3% ↑	1,3%	2,5%	2,5% ↓	2,4% ↑	2,6% ↑
Svizzera	1,2% ↓	1,4% ↓	1,2%	1,3% ↓	1,1%	1,1%	0,2% ↓	0,6% ↓
Giappone	-0,2%	-0,2% ↓	0,8% ↓	1,2%	2,7% ↑	2,6%	2,1% ↑	2,3% ↑
Cina	4,8%	4,9% ↑	4,1% ↓	4,5%	0,4%	0,4%	1,6% ↓	0,9% ↓

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 9 dicembre 2024

## Grafico dell'anno



Dal 2017 si è aperto un profondo divario di produttività tra Stati Uniti ed Europa. Secondo un rapporto della BCE, i motivi sono la composizione settoriale del mercato USA (boom del settore informatico altamente produttivo), i maggiori investimenti nella digitalizzazione e la maggiore flessibilità del mercato del lavoro americano, che è più rapido nel portare i lavoratori nei settori più produttivi. Nell'industria, il divario di produttività si è aperto solo nel 2022, soprattutto a causa della crisi energetica in Europa. È probabile che queste tendenze strutturali proseguano, quindi anche per il 2025 prevediamo una crescita USA superiore a quella delle economie europee.

## Economia globale

### Cinque tesi per il 2025

#### 1. Gli Stati Uniti distanziano ulteriormente l'Europa

Strutturalmente, il divario tra Stati Uniti ed Europa si sta ampliando a causa dei prezzi dell'energia più bassi e della maggiore crescita della produttività in America. Dal punto di vista ciclico, per il 2025 mettiamo in guardia da un eccessivo ottimismo verso gli Stati Uniti, soprattutto perché gli alti tassi a lungo termine sono un freno, e da un eccessivo pessimismo verso l'Europa, poiché l'indebolimento dell'EUR, l'anticipazione delle esportazioni verso gli Stati Uniti per via dei potenziali dazi e i tassi più bassi attutiscono il colpo. Tuttavia, in Europa la divergenza tra Paesi «periferici» solidi e Paesi «core» deboli è destinata a perdurare.

#### 2. Europa: la politica monetaria diventerà espansiva

La politica della BNS è già espansiva per timore della deflazione, mentre l'attenzione della BCE si sta spostando dai rischi d'inflazione a quelli per la crescita. Le politiche di Trump aumentano la pressione al ribasso sull'inflazione in Europa. Da restrittiva, la politica monetaria della BCE diventerà espansiva.

#### 3. Trump e l'inflazione: niente panico

Durante la presidenza Trump ci aspettiamo molto rumore politico, ma risultati in definitiva meno drammatici di quelli annunciati: il barometro principale di Trump, che punta a vincere le elezioni di metà mandato, sono i mercati azionari. Dato che l'inflazione si è dimostrata impopolare, ci aspettiamo dazi mirati piuttosto che ampi, che inoltre saranno ammortizzati dal rafforzamento dell'USD. Tutto sommato, la politica di Trump è leggermente inflazionistica e ridurrà il margine di manovra della Fed per i tagli dei tassi, ma non ci aspettiamo un'impennata dell'inflazione.

#### 4. Non c'è fine all'economia del debito

Negli Stati Uniti la politica fiscale diventa ancora più espansiva e in Europa il consolidamento dei bilanci non è all'altezza delle aspettative. Non ci aspettiamo turbolenze sui mercati finanziari, ma i rendimenti obbligazionari potrebbero restare elevati a medio termine malgrado i tagli dei tassi guida.

#### 5. Cina: le guerre commerciali frenano l'economia

Le sfide per l'economia cinese si spostano. Il settore immobiliare rimane un peso, ma non è più la principale zavorra per l'economia. La pressione al ribasso deriva principalmente da fattori esterni: i dazi commerciali gravano sulle esportazioni e incidono sulla fiducia delle imprese, quindi neanche nel 2025 la Cina sarà la locomotiva della crescita dell'economia globale.

## Svizzera

### Ritorno all'inflazione pari a zero

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 1,2%	2024: 1,4%
2025: 1,2%	2025: 1,3%

Il ristagno dell'economia europea penalizza soprattutto le industrie MEM svizzere che dipendono dalle esportazioni. Di conseguenza, negli ultimi mesi nell'Arco giurassiano e in altre località dell'industria meccanica si è registrato un netto aumento del tasso di disoccupazione. Tra agosto e novembre, nei Cantoni Giura, Vaud, Soletta e Neuchâtel il tasso di disoccupazione destagionalizzato è salito dello 0,3% o più. Per la Svizzera nel suo complesso, per il 2024 ipotizziamo un tasso di disoccupazione medio del 2,5%, mentre per il 2025 prevediamo una media annuale del 2,8%. Questa dinamica ha inciso negativamente anche sulla fiducia dei consumatori, che da agosto registra una tendenza al ribasso. Con la sua politica monetaria espansiva, la Banca nazionale svizzera sta creando le condizioni necessarie per proteggere l'economia interna da un ulteriore rallentamento ciclico.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 1,1%	2024: 1,1%
2025: 0,2%	2025: 0,6%

Si tende a dimenticare che nel decennio precedente la pandemia in Svizzera il tasso d'inflazione medio era dello 0%. Cinque anni dopo, a novembre 2024 il tasso di variazione annuale dell'indice nazionale dei prezzi al consumo, esclusa la componente degli affitti, era di nuovo a zero. All'inizio del 2025 la dinamica disinflazionistica proseguirà per via del calo dei prezzi dell'energia elettrica. È ormai assodato che a marzo il tasso ipotecario di riferimento sarà abbassato, con una conseguente flessione degli affitti a partire da luglio 2025 che confluirà nel calcolo del tasso d'inflazione di agosto. Secondo le nostre attuali proiezioni, il rincaro annuo tornerà effettivamente allo 0% nell'estate 2025. Il calo dei prezzi dell'energia o un nuovo apprezzamento del franco sono rischi significativi per le nostre previsioni e potrebbero persino portare a tassi d'inflazione negativi.

## Stati Uniti

### Rumore politico, economia solida

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,8%	2024: 2,7%
2025: 2,3%	2025: 2,0%

Alla luce del suo primo mandato, con il suo stile di governo imprevedibile Donald Trump contribuirà notevolmente a rendere incerte le previsioni per il 2025. Ci aspettiamo dazi mirati piuttosto che elevati e generalizzati, nonché una stretta all'immigrazione, ma siamo scettici sul fatto che Trump riuscirà a mettere in atto la minaccia di una «deportazione di massa», perché probabilmente incontrerà ostacoli finanziari, legali e politici. Tuttavia, la nostra convinzione è bassa, soprattutto per quanto riguarda il futuro della politica doganale, ed è ipotizzabile una linea più dura. Nel 2025 il calo dell'immigrazione e l'aumento dei dazi freneranno la crescita, al pari dei tassi a lungo termine ostinatamente alti, che continueranno a pesare sul settore immobiliare. Sul versante «positivo», la politica fiscale diventa più espansiva. Al di fuori della sicurezza sociale e dell'esercito, il margine per tagli significativi alla spesa è ridotto. Il Congresso, a maggioranza repubblicana, sarà probabilmente cauto nell'intervenire su queste aree prima delle elezioni di metà mandato e affronterà il tema degli sgravi fiscali per le imprese nel 2025, prorogando i tagli del primo mandato di Trump. Al contempo, ci aspettiamo una deregolamentazione, soprattutto nei settori finanziario e dell'energia. Tutto sommato, le politiche di Trump potrebbero dare un leggero impulso alla crescita economica attraverso i consumi privati e la spesa pubblica.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,9%	2024: 2,9%
2025: 2,4%	2025: 2,4%

Nel 2024 l'inflazione USA si è indebolita meno di quella europea per via della crescita sostenuta e probabilmente nel 2025 rimarrà superiore all'obiettivo del 2% a causa della politica fiscale espansiva di Donald Trump. La Fed ha quindi meno margine di manovra per allentare la sua politica monetaria ancora restrittiva. Anche i dazi doganali potrebbero dare un contributo a tantum all'inflazione, ma (come qualsiasi altra tassa) non dovrebbero influire sulla politica monetaria.

## Eurozona

### Venti contrari, niente tempesta

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 0,8%	2024: 0,8%
2025: 0,9%	2025: 1,0%

I già menzionati problemi strutturali dell'eurozona giustificano un certo pessimismo, ma riteniamo che i timori sul fronte ciclico siano eccessivi. L'incertezza sui possibili dazi commerciali statunitensi potrebbe frenare la crescita, ma l'impatto sui singoli Paesi dell'eurozona sarebbe eterogeneo. La Germania sarebbe probabilmente la più colpita a causa della struttura delle sue esportazioni e della concentrazione nel settore industriale, mentre la Spagna è la meno esposta. Tuttavia, il deprezzamento dell'EUR rispetto all'USD dovrebbe compensare parte degli effetti negativi sulla competitività. Anche una certa anticipazione della domanda statunitense di importazioni di beni dell'eurozona dovrebbe attenuare l'impatto sfavorevole. Nell'eurozona, nel 2024 i Paesi periferici come la Spagna e l'Italia sono stati un importante pilastro della crescita. Questa divergenza tra la periferia e i Paesi «core», come Germania e Francia, dovrebbe perdurare anche nel 2025. La Spagna si distingue in modo particolare: il mercato del lavoro spagnolo rimane solido, sostenuto da un'immigrazione record incoraggiata dal governo. Ciò dovrebbe anche dare ulteriore slancio all'importante settore del turismo. Oltre alla Spagna, anche altri Paesi periferici, come la Croazia e la Grecia, hanno ottime aspettative di crescita per il 2025.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,4%	2024: 2,4%
2025: 1,7%	2025: 1,9%

Nel 2024 la pressione inflazionistica ha continuato a diminuire, ma più lentamente che nel 2023. La dinamica dell'inflazione dovrebbe consentire alla BCE di allentare ulteriormente la politica monetaria nel 2025, sostenendo la crescita. Con il calo della domanda esterna, la pressione sui prezzi dei beni d'esportazione e il dirottamento delle esportazioni cinesi verso l'Europa a causa dei potenziali dazi USA, la pressione inflazionistica nell'eurozona dovrebbe diminuire ancora.

## Germania

### Un'ombra sulla ripresa

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: -0,1%	2024: -0,1%
2025: 0,5%	2025: 0,4%

Tra dicembre 2023 e settembre 2024 l'economia tedesca è cresciuta solo dello 0,05%. Per il 2025 prevediamo un leggero miglioramento, ma ancora molte difficoltà. In termini di politica economica abbiamo una visione piuttosto positiva delle elezioni anticipate, ma l'elezione di Trump getta un'ombra sulla già esitante ripresa economica. Attualmente gli Stati Uniti sono la destinazione di gran lunga più importante delle esportazioni tedesche. Nel 2023 le merci più esportate sono state automobili, prodotti elettrici e prodotti medici e farmaceutici. Anche se al momento non ci aspettiamo dazi su vasta scala, sono proprio questi i settori che Trump potrebbe prendere di mira. Già solo un aumento dell'incertezza potrebbe influire negativamente sulla propensione all'investimento, pertanto abbiamo rivisto al ribasso le nostre previsioni di crescita per il 2025. Sul fronte ciclico, continuiamo a prevedere un impulso leggermente positivo da parte dei consumi privati nel 2025. Inoltre, il maggior margine di manovra per i tagli dei tassi da parte della BCE dovrebbe contribuire a prevenire una recessione. Se le elezioni di febbraio portassero a una grande coalizione tra CDU/CSU e SPD, anche il margine di manovra in termini di politica fiscale potrebbe aumentare. Lo scenario più positivo sarebbe probabilmente un fondo per le infrastrutture fuori bilancio, che però richiederebbe una maggioranza di due terzi.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,2%	2024: 2,3%
2025: 1,8%	2025: 2,0%

Nel 2024 l'inflazione primaria è scesa dal 2,9% al 2,2% di novembre, mentre l'inflazione di fondo è scesa dal 3,4% al 3,0%. Il rincaro annuo dell'energia è risultato negativo in tutti i mesi e i prezzi dei beni sono scesi molto, ma quelli dei servizi sono aumentati dal 3,8% al 4,8%. Per il 2025 prevediamo un netto rallentamento dell'inflazione anche nei servizi, alla luce della debolezza dell'economia.

## Francia

### Crollo del sentiment

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 1,1%	2024: 1,1%
2025: 0,8%	2025: 0,8%

Rispetto alla Germania, la Francia, l'altro colosso dell'eurozona, ha registrato ottimi dati per gran parte del 2024 grazie alla politica fiscale ancora espansiva e alla minore dipendenza dalle esportazioni industriali. Intanto, però, il quadro si è decisamente offuscato: gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) mostrano una contrazione sia per l'industria manifatturiera che per i servizi. Nel settore manifatturiero colpisce il netto calo dei nuovi ordinativi. Sostenuta dall'aumento dei salari reali e all'apparenza incurante delle incertezze politiche interne, la fiducia dei consumatori ha continuato ad aumentare fino a settembre, ma poi ha subito un vero e proprio crollo. Alla luce dell'attuale dinamica dell'inflazione, la politica monetaria della BCE, che è rimasta restrittiva per tutto il 2024, non appare più giustificata. Delle nostre cinque tesi per il nuovo anno, la transizione verso una politica monetaria espansiva è quella che influenza maggiormente le nostre prospettive a breve termine per la Francia. Naturalmente, le ipotesi sul mancato consolidamento del bilancio riguardano anche la Francia. Non conoscendo la formazione del futuro governo dopo il voto di sfiducia del 4 dicembre, non vediamo alcuno scenario a medio termine in cui il rapporto debito pubblico/PIL del Paese possa diminuire.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,0%	2024: 2,1%
2025: 1,1%	2025: 1,4%

Il tasso di variazione annuale degli indici dei prezzi al consumo mostra la dinamica dell'inflazione con un certo ritardo. Considerando solo le variazioni dei prezzi degli ultimi sei mesi (su base annualizzata), si ottiene un segnale più attuale della dinamica dell'inflazione. Calcolata in questo modo, al momento l'inflazione annualizzata è pari ad appena lo 0,5%. Confermiamo la nostra previsione d'inflazione per il 2025, che da mesi è nettamente inferiore al consensus.

## Regno Unito

### Sostegno politico

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 0,9%	2024: 0,9%
2025: 1,3%	2025: 1,3%

L'economia britannica è cresciuta più del previsto, soprattutto nella prima metà del 2024. Un forte impulso a questa espansione è giunto dalla ripresa dei consumi delle economie domestiche. Nel 2025, la spesa pubblica sarà al centro della scena come driver di crescita. Da un lato, gli aumenti della spesa presentati dal governo laburista nel bilancio autunnale sono più ampi di quanto ci aspettassimo. Si tratta, ad esempio, di investimenti infrastrutturali in varie aree e di un incremento dei finanziamenti correnti per il sistema sanitario. Dall'altro, gli aumenti delle imposte annunciati avranno probabilmente un impatto negativo sui consumi privati. Gli aumenti dei contributi previdenziali a carico del datore di lavoro sono la misura più significativa. È probabile che vengano in parte trasferiti ai consumatori attraverso incrementi dei prezzi e che la diminuzione dei salari netti riduca il reddito disponibile. Nel complesso, ci aspettiamo comunque un effetto netto positivo sulla crescita economica. L'economia britannica è avvantaggiata dal fatto che la quota di esportazioni di servizi supera quella dei beni, quindi il Paese risentirebbe meno dell'eurozona di eventuali dazi statunitensi. Abbiamo pertanto rivisto al rialzo le nostre previsioni di crescita del PIL per il 2025 dall'1,0% all'1,3%.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,5%	2024: 2,5%
2025: 2,4%	2025: 2,6%

Il bilancio del nuovo governo ha effetti anche sull'inflazione. Prevediamo che l'inflazione nel settore dei servizi rimarrà elevata più a lungo di quanto ipotizzato in precedenza. L'inflazione dei servizi è diminuita ancora rispetto al picco raggiunto nel 2024, ma molto probabilmente gli aumenti dei contributi a carico dei datori di lavoro si ripercuoteranno sui prezzi al consumo e il settore dei servizi ne risentirà in modo sproporzionato. Abbiamo rivisto al rialzo la nostra previsione di inflazione per il 2025 al 2,3%.

## Cina

### Nuovi rischi per la crescita

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 4,8%	2024: 4,9%
2025: 4,1%	2025: 4,5%

Le sfide per l'economia cinese si spostano. Il settore immobiliare rimane un peso, ma non è più il principale rischio per la crescita, che deriva invece principalmente da fattori esterni: i dazi commerciali gravano sulle esportazioni e incidono sulla fiducia delle imprese, con un impatto negativo sugli investimenti. Non ipotizziamo lo scenario peggiore, ossia l'imposizione di un dazio commerciale globale del 60% su tutte le merci cinesi da parte del nuovo governo statunitense, ma ci aspettiamo un'introduzione graduale di dazi commerciali magari già poco dopo l'insediamento di Donald Trump. Dal momento che le esportazioni verso gli Stati Uniti rappresentano ancora circa il 3% del PIL del Paese, queste restrizioni commerciali avranno un impatto negativo sull'economia cinese. Tuttavia, il trasferimento delle merci da esportare prima dell'effettiva introduzione dei dazi commerciali, la diversificazione del commercio e la svalutazione della valuta cinese attenueranno l'impatto negativo sulla crescita economica. Nel complesso, rivediamo al ribasso le previsioni di crescita del PIL cinese per il 2025 dal 4,5% al 4,1%.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 0,4%	2024: 0,4%
2025: 1,6%	2025: 0,9%

Alla luce dei maggiori rischi per la crescita, si prevede che nel 2025 la fiducia dei consumatori cinesi rimarrà sottotono e genererà solo una lieve pressione sui prezzi. L'inflazione moderata prevista per il 2025 offrirà alla banca centrale il margine di manovra per una politica monetaria espansiva che dovrebbe sostenere l'economia nazionale.

## 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



**Rita Fleer**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fleer@swisslife-am.com



**Florence Hartmann**  
**Economist Developed Markets**  
florence.hartmann@swisslife-am.com

**Consensus Economics**  
**Forecast Accuracy**  
**Award Winner**  
**Switzerland 2023**

**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 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.