

Febbraio 2025

## Concetti fondamentali

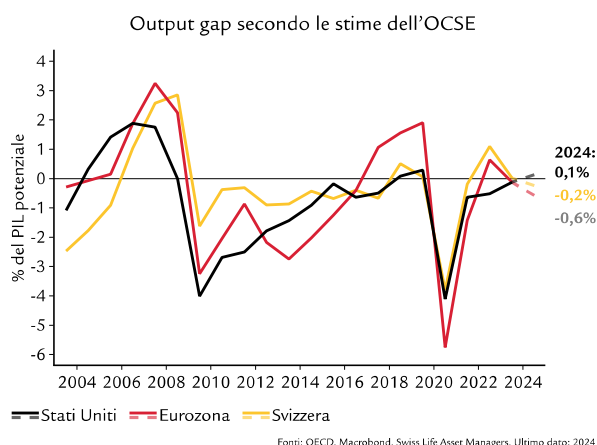
- Primi giorni dall'insediamento di Donald Trump: molto rumore e incertezza politica
- Europa: la maggiore fiducia delle imprese e dei consumatori ispira ottimismo
- Cina: i dazi arriveranno, ma saranno meno severi di quanto previsto dallo scenario peggiore

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

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 13 gennaio 2025.

## Grafico del mese



Dopo due anni di semi-stagnazione, ora nell'eurozona si osserva un output gap, ossia un sottoutilizzo della capacità produttiva nell'economia. Per il 2025 e il 2026 prevediamo una normalizzazione della crescita, che però non sarà sufficiente per chiudere questo output gap nell'eurozona. Tale dinamica si osserva anche in Svizzera, in misura minore. Pertanto, nel 2025 e nel 2026 in Europa la pressione inflazionistica dovrebbe restare contenuta. Negli Stati Uniti, nel 2025 e nel 2026 prevediamo una crescita prossima al livello potenziale, ma la politica monetaria restrittiva neutralizzerà la politica fiscale espansiva. Pertanto, negli Stati Uniti l'output gap dovrebbe restare fermo a circa lo 0%.

## Stati Uniti

### I primi giorni di Trump II

#### Crescita del PIL

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

A gennaio i dati economici USA si sono confermati positivi, ma i mercati finanziari sembrano averli pressoché ignorati. Per una volta, le notizie aziendali (il lancio dei modelli di IA all'avanguardia di Deepseek) e la politica hanno causato oscillazioni più pronunciate. Come previsto, Donald Trump ha iniziato il suo secondo mandato con grande clamore. La cosa sorprendente è che, anziché annunciare dazi, finora si sia limitato a minacciare misure in materia di droga e immigrazione soprattutto nei confronti dei Paesi confinanti, della Colombia e della Cina. Ciò dimostra che, da un lato, i dazi fungono da strumento di pressione. Dall'altro, Trump intende ancora utilizzare i dazi anche per scopi di politica commerciale e fiscale, ma per metterli a punto ha bisogno di tempo, almeno fino al 1° aprile. Il nostro scenario di base prevede, come risultato finale, dazi mirati, ma le ultime dichiarazioni del governo hanno accresciuto il rischio di dazi elevati e generalizzati. Trump ha annunciato anche deregolamentazioni per il settore dell'energia e un giro di vite su immigrazione e sicurezza delle frontiere. Nel complesso, i primi giorni del suo mandato sono stati in linea con le nostre aspettative, quindi non rivediamo le nostre previsioni sul PIL.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,5%	2025: 2,6%
2026: 2,4%	2026: 2,6%

Il rincaro della benzina ha fatto accelerare l'inflazione a fine 2024 e probabilmente anche a gennaio, quindi rivediamo al rialzo la previsione per il 2025. A nostro avviso, l'inflazione di fondo, che esclude generi alimentari ed energia e funge da riferimento per la politica monetaria, scenderà ancora per via del calo dell'inflazione dei costi di abitazione. Nel T4 2024 i canoni dei nuovi contratti di locazione sono persino scesi del 2,4% rispetto all'anno precedente. Questa flessione inciderà sugli affitti esistenti con un certo ritardo. L'inflazione dei servizi dovrebbe restare alta a causa della pressione salariale e l'inflazione dei beni di consumo (energia esclusa) potrebbe tornare a salire per via dei dazi.

## Eurozona

### Lievi barlumi di speranza

#### Crescita del PIL

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

I primi indicatori del sentiment di gennaio segnalano un lieve miglioramento. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) del settore manifatturiero dell'eurozona ha superato le attese. A quota 46,1, è ancora sotto la soglia di crescita di 50, ma sembra aver superato il punto di minimo. La lieve ripresa è ascrivibile al miglioramento delle aspettative future delle imprese, che prevedono un aumento della produzione nel prossimo anno, il che è incoraggiante. L'indice PMI del settore dei servizi è ancora in territorio espansivo. Questa schiarita nell'eurozona è riconducibile alla Germania, il cui indice per il settore manifatturiero, benché ancora sotto la soglia di 50, ha finalmente evidenziato un leggero miglioramento. A gennaio anche altri indicatori del sentiment, come l'indice della fiducia dei consumatori dell'eurozona, si sono lievemente ripresi dopo due mesi di peggioramento. Ciò fa sperare che la ripresa dei consumi delle economie domestiche prevista per il 2025 acquisti ulteriore slancio. L'allentamento della politica monetaria a opera della Banca centrale europea (BCE) dovrebbe tradursi anche in un calo della quota di risparmio delle economie domestiche.

#### Inflazione

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

A fine 2024 nell'eurozona l'inflazione primaria è tornata ad aumentare lievemente per via del rincaro dell'energia. Di conseguenza, abbiamo leggermente rivisto al rialzo le previsioni sull'inflazione per il 2025 anche per l'eurozona. Tuttavia, da settembre l'inflazione di fondo, che esclude generi alimentari ed energia e che funge da riferimento per la politica monetaria, è stabile al 2,7%. Come previsto, a dicembre la BCE ha abbassato i tassi guida di altri 25 punti base e ha segnalato che continuerà il suo percorso di graduale allentamento. Per il 2025 ci aspettiamo che l'inflazione nell'eurozona scenda leggermente, stabilizzandosi sotto il 2%.

## Germania

### Cauto ottimismo

#### Crescita del PIL

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

Nel 2024 il prodotto interno lordo (PIL) è sceso dello 0,2%, registrando una crescita negativa per il secondo anno consecutivo. Nonostante l'aumento dei salari reali, finora i consumi privati sono rimasti contenuti alla luce dell'incertezza economica. Tuttavia, la quota di risparmio elevata potrebbe sostenere la spesa per consumi futura non appena la fiducia dei consumatori migliorerà. Per quanto riguarda le imprese, a gennaio l'indice dei responsabili degli acquisti ha segnalato un leggero aumento generalizzato della fiducia. Il lieve miglioramento delle prospettive, insieme a una politica monetaria via via più espansiva, suggerisce una moderata ripresa per l'anno in corso. Per il 2025 prevediamo quindi una crescita dello 0,4%. Le elezioni federali del 23 febbraio potrebbero fornire ulteriori stimoli economici. Se si allentasse il freno all'indebitamento o si introducessero programmi d'investimento fuori bilancio, sarebbero ipotizzabili investimenti pubblici più consistenti. Tuttavia, ciò sarebbe possibile solo se partiti conservatori dal punto di vista fiscale, come FDP e AfD, non raggiungessero una minoranza ostruzionista di oltre un terzo dei seggi parlamentari. Il commercio internazionale rimane un fattore di rischio significativo. I potenziali dazi statunitensi sulle esportazioni tedesche, soprattutto sui prodotti chimici e dell'industria automobilistica, potrebbero frenare lo sviluppo economico e compromettere la ripresa.

#### Inflazione

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

Nel 2024, l'inflazione si è ulteriormente normalizzata avvicinandosi al 2%, soprattutto grazie al continuo calo del rincaro nel settore dei servizi. All'inizio del 2025 l'inflazione primaria potrebbe tornare a salire leggermente sulla scia dell'aumento dei prezzi dell'energia e dei salari, ma, alla luce della debolezza dell'economia, dovrebbe rimanere sostanzialmente stabile al 2% circa nel corso dell'anno.

## Francia

### Segnali positivi a inizio anno

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,8%	2025: 0,7%
2026: 1,1%	2026: 1,1%

Da metà 2024 la previsione di consenso relativa alla crescita nel 2025 si è avvicinata alle nostre stime (caute). Attualmente, il consensus per il 2025 e il 2026 corrisponde alle ipotesi del nostro scenario di base, secondo cui per il momento l'espansione dell'economia francese dovrebbe restare inferiore al tasso di crescita potenziale dell'1,3% circa. L'incertezza in materia di politica economica continua a influenzare il comportamento dei consumatori e degli imprenditori francesi. Come già accennato in precedenza, la quota di risparmio delle economie domestiche, già superiore alla media, è aumentata ulteriormente nei primi tre trimestri del 2024. Se scendesse nuovamente al valore di lungo periodo, si libererebbe un potere d'acquisto pari all'1,9% del prodotto interno lordo. Nel 2025 il calo dei tassi d'interesse a breve termine in risposta all'allentamento della politica monetaria della BCE dovrebbe tradursi in una riduzione del risparmio. I segnali incoraggianti provenienti dalle imprese all'inizio dell'anno confermano la nostra ipotesi che la ripresa ciclica in Europa stia acquistando slancio. Sempre più segnali suggeriscono un ulteriore allentamento della politica di concessione di crediti bancari alle imprese. Inoltre, a gennaio 2025 l'indice dei responsabili degli acquisti per l'industria è salito al livello più alto da giugno 2024.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,1%	2025: 1,4%
2026: 1,7%	2026: 1,6%

Le tendenze disinflazionistiche dovrebbero perdurare, soprattutto considerando la crescita economica inferiore al potenziale. Con la conferma della riduzione delle tariffe dell'elettricità per le economie domestiche da febbraio 2025, il tasso d'inflazione dovrebbe scendere ben al di sotto dell'1%. L'andamento dell'inflazione giustifica un rapido allentamento della politica monetaria, ma il ristagno economico nei grandi Stati membri dell'eurozona lo rende addirittura necessario.

## Italia

### Un Paese della NATO avaro

Attualmente l'economia italiana procede a due velocità: il settore industriale è debole, mentre quello dei servizi è solido e traina il boom occupazionale in corso. Di recente, ciò si è tradotto in un calo record della disoccupazione, soprattutto a vantaggio dei giovani e del Sud Italia. Donald Trump continua a rappresentare un rischio e l'Italia potrebbe finire nel mirino degli Stati Uniti per due motivi: il primo è l'elevato avanzo commerciale che il Paese ha con gli Stati Uniti e il secondo è la spesa per la difesa insufficiente. Pur essendo passata dall'1,1% all'1,5% del PIL in 10 anni, l'Italia si trova al sestultimo posto tra i Paesi NATO e nettamente al di sotto dell'obiettivo del 2%. Inoltre, rispetto agli altri Paesi NATO, l'Italia spende una quota sproporzionata (il 59%) del budget per la difesa per il personale, limitando quindi la spesa per la manutenzione e le attrezzature militari. Finora Giorgia Meloni è riuscita a conquistare il favore di Donald Trump, ma nei prossimi mesi le pressioni politiche esercitate dagli Stati Uniti potrebbero aumentare.

## Spagna

### In rotta stabile

Nel 2024 l'economia spagnola è stata la locomotiva della crescita dell'eurozona. Mentre scriviamo i dati sul PIL del T4 non sono ancora disponibili, ma l'espansione annuale potrebbe addirittura superare nettamente il livello dell'intera eurozona. Nei prossimi anni la spesa pubblica dovrebbe contribuire meno alla crescita, perché la Spagna dovrà consolidare il proprio bilancio per soddisfare i requisiti dell'UE. Per il 2025 prevediamo quindi un leggero rallentamento rispetto al 2024, ma comunque un'espansione sostenuta. L'economia spagnola dovrebbe continuare a beneficiare di un'intensa immigrazione, che viene esplicitamente incoraggiata dal governo. L'immigrazione sostenuta degli ultimi anni ha fatto aumentare la popolazione attiva del 4% rispetto al 2019, ossia quasi del doppio rispetto agli altri Paesi dell'Europa occidentale. Inoltre, alla luce della sua quota ridotta di esportazioni verso gli Stati Uniti, rispetto ad altri grandi Paesi dell'eurozona la Spagna sarebbe meno colpita da potenziali dazi commerciali.

## Svizzera

### Freno alla domanda estera

#### Crescita del PIL

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

Secondo le nostre previsioni di crescita per il 2025, la dinamica economica sarà inferiore alla crescita potenziale dell'economia svizzera. Le industrie MEM continuano a risentire della debolezza della domanda di mercati di sbocco come la Germania e la Cina. L'economia nazionale, invece, appare più solida: il saldo migratorio della popolazione residente permanente rimane superiore a 90 000 persone su base annualizzata. Secondo un'indagine della SECO (Segreteria di Stato dell'economia), anche la fiducia dei consumatori è aumentata notevolmente e le economie domestiche ritengono che sia un periodo ancora più favorevole per fare acquisti importanti. La politica monetaria espansiva della BNS sembra destinata a dare ulteriore impulso all'economia nazionale nel 2025. Il netto aumento del tasso di crescita del PIL al 2,0% per il 2026 può essere spiegato dai proventi delle licenze delle associazioni sportive UEFA e CIO, che hanno sede in Svizzera. Secondo i nostri calcoli, il PIL su base corretta per gli eventi sportivi aumenterà dell'1,5% nel 2025 e dell'1,6% nel 2026.

#### Inflazione

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

Le nostre aspettative per il 2025 sono inferiori alle stime del consensus. Tuttavia, i rischi di previsione a breve termine si sono leggermente spostati al rialzo a causa delle fluttuazioni dei mercati dei cambi e delle materie prime. I motivi sono in un primo tempo l'assenza di un ulteriore apprezzamento del franco nei confronti dell'euro e il rincaro dell'energia. Le nostre previsioni per il 2025 si basano anche sul calo delle tariffe dell'elettricità per le economie domestiche e sulla persistente pressione strutturale sui prezzi nelle vendite al dettaglio. Nella seconda metà dell'anno, anche gli affitti esistenti più bassi confluiranno nel calcolo dell'indice nazionale dei prezzi al consumo.

## Regno Unito Politica fiscale in primo piano

### Crescita del PIL

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

Da dicembre 2024, i rendimenti dei titoli di Stato britannici sono nettamente aumentati, raggiungendo il livello del 1998. A differenza del «Liz Truss Moment» del 2022, quando la presentazione di un bilancio autunnale espansivo causò un'ondata di vendite di obbligazioni britanniche, questa volta l'oscillazione del mercato è stata meno brusca e in linea con i titoli di Stato globali. Oltre che da fattori globali, la fluttuazione del mercato è stata causata anche da fattori interni, come i timori di un'inflazione ostinata e di un minore allentamento monetario. Di conseguenza, da quando è stato presentato il nuovo bilancio lo scorso ottobre, i costi di finanziamento sono aumentati ed è diventato più difficile rispettare la regola di bilancio autoimposta. Nel suo bilancio, la Cancelliera dello Scacchiere Rachel Reeves ha lasciato solo un margine di manovra fiscale minimo che al momento sembra destinato ad essere usato per intero, ma è difficile fare una stima esatta del disavanzo. Pertanto, attendiamo con ansia la pubblicazione delle previsioni di primavera dell'Office for Budget Responsibility il 26 marzo 2025 e le dichiarazioni della Reeves. Al momento l'ipotesi più probabile è che il disavanzo venga colmato attraverso tagli delle spese, ma non è ancora chiaro in quali aree. Il partito laburista ha incentrato la sua strategia di crescita sul rilancio degli investimenti, quindi sarà difficile conciliare tagli alla spesa in questo settore con i suoi obiettivi.

### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,5%	2025: 2,6%
2026: 2,1%	2026: 2,3%

A dicembre l'inflazione è stata più debole del previsto, attestandosi al 2,5%. Il calo è dovuto principalmente alla diminuzione dei prezzi dei voli aerei, una componente molto volatile dell'inflazione. Tuttavia, il dato più basso del previsto è stato accolto positivamente dai mercati obbligazionari. Ci aspettiamo che nel corso dell'anno l'inflazione si avvicini di nuovo al 2%.

## Cina Un buon inizio

### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 4,1%	2025: 4,4%
2026: 3,8%	2026: 4,1%

Nell'ultimo anno l'economia cinese è cresciuta del 5%. Questa espansione sostenuta è ascrivibile soprattutto agli investimenti high-tech e alle esportazioni, che nel corso dell'anno sono aumentate di oltre il 7%. Nel 2025, però, il settore delle esportazioni sarà quello sottoposto a maggiori pressioni. Finora Donald Trump non ha imposto dazi su tutti i prodotti cinesi, ma è probabile che durante l'anno applichi barriere commerciali che influiranno negativamente sulle esportazioni. Per Trump i dazi sono anche uno strumento per ottenere concessioni dalla Cina, ad esempio in relazione alla crisi del fentanyl o all'acquisto di un maggior numero di prodotti USA. Probabilmente la Cina rimarrà aperta ad accordi di questo tipo, quindi i dazi effettivamente imposti e mantenuti potrebbero essere inferiori a quanto minacciato. Tuttavia, ci aspettiamo che alcuni dazi vengano in ogni caso introdotti, perché Trump li usa anche come leva per ridurre il deficit commerciale con la Cina, rendere meno competitivi i prodotti industriali cinesi e facilitare il raggiungimento dell'obiettivo generale di reindustrializzazione degli Stati Uniti. Intanto, il settore immobiliare mostra segnali di stabilizzazione dal lato della domanda: a dicembre le vendite di immobili hanno nuovamente superato il livello dell'anno precedente. Grazie a questa prospettiva più chiara sulla domanda, il settore immobiliare non rappresenta più il principale rischio per la crescita.

### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,9%	2025: 0,7%
2026: 1,5%	2026: 1,2%

La produzione industriale è in piena espansione, ma la domanda dei consumatori rimane sottotono. Questo squilibrio tra domanda e offerta lascia alle aziende poco margine di manovra per alzare i prezzi. Nel 2025 questa situazione dovrebbe perdurare o addirittura peggiorare per via delle minacce di dazi USA, quindi rivediamo al ribasso la nostra previsione sull'inflazione allo 0,9%.

## 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](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 VIIIs 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.