

Aprile 2024

Messaggi chiave

- USA: vendite al dettaglio in calo, mercato immobiliare in ripresa, indizi contrastanti dal mercato del lavoro
- Europa: momentum ancora debole, ma primi barlumi di speranza e un sorprendente taglio dei tassi
- Cina: obiettivo di crescita irrealistico del 5%, le misure fiscali annunciate restano vaghe

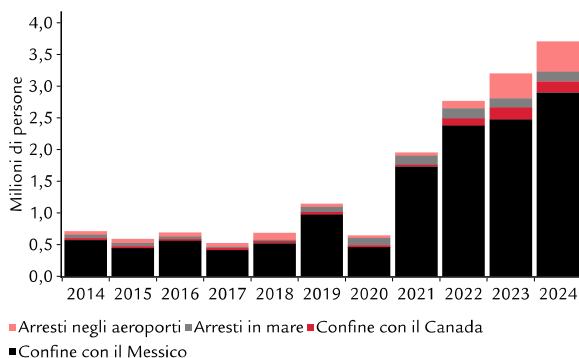
Previsioni: un raffronto

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

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 11 marzo 2024

Grafico del mese

Customs and Border Protection USA: arresto di persone non autorizzate alla frontiera, cifre estrapolate per l'anno fiscale 2024



Negli Stati Uniti, durante la presidenza Biden la pressione dell'immigrazione, soprattutto dall'America latina, è aumentata molto. Nel 2023, le guardie di confine hanno fermato sei volte più clandestini che nel 2020. Tuttavia, in molti riescono ad attraversare il confine e il Congressional Budget Office stima che solo nel 2023 siano immigrati illegalmente 2,4 milioni di persone, un numero molte superiore al livello pre-Covid. Quest'impennata dell'immigrazione potrebbe aver contribuito alla crescita economica inaspettatamente sostenuta del 2023. L'immigrazione sarà anche uno dei principali temi della campagna elettorale e potrebbe far perdere voti ai Democratici.

Stati Uniti

Mercato del lavoro, quo vadis?

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,1%	2024: 2,2%
2025: 1,7%	2025: 1,6%

Come previsto, nel T1 i consumi privati statunitensi hanno perso slancio, con dati deludenti sulle vendite al dettaglio a gennaio e febbraio e un calo dell'indice PMI dei servizi a marzo. Tuttavia, a nostro avviso, si tratta di una normalizzazione della crescita dei consumi da livelli insostenibili. Intanto, l'allentamento delle condizioni finanziarie influisce positivamente sul settore immobiliare. Secondo l'indagine NAHB, il sentiment del settore è decisamente migliorato e le transazioni per le case unifamiliari sono tornate a crescere dall'inizio dell'anno. Fin qui tutto bene. Tuttavia, dai dati del mercato del lavoro giungono segnali contrastanti: secondo un'indagine tra le aziende (l'«establishment survey»), a gennaio e febbraio la creazione di nuovi posti di lavoro ha nettamente superato le attese, e anche dalle richieste di sussidi di disoccupazione non arrivano segnali d'allarme. Tuttavia, nello stesso periodo l'indagine tra le economie domestiche («household survey») mostra un calo significativo dell'occupazione e un aumento del tasso di disoccupazione. Di solito ci concentriamo maggiormente sull'«establishment survey» in quanto il campione è più ampio, ma ciò non spiega questa divergenza record. Una possibile spiegazione è il picco dell'immigrazione clandestina (cfr. grafico del mese), che trova riscontro nella crescita dei posti di lavoro ma, secondo alcune voci, non è sufficientemente registrato nell'«household survey».

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 3,1%	2024: 2,8%
2025: 2,4%	2025: 2,2%

Dopo lo shock inflazionistico di gennaio, dai dati di febbraio non è giunto il segnale di cessato allarme: negli Stati Uniti l'inflazione primaria è salita dal 3,1% al 3,2%, trainata dal rincaro dell'energia, mentre l'inflazione di fondo (esclusi alimentari ed energia) è scesa meno del previsto, dal 3,9% al 3,8%. Si è di nuovo notata una maggiore crescita dei costi di affitto, in contrasto con l'allentamento della pressione sui prezzi degli affitti pubblicizzati, sia nuovi che richiesti.

Eurozona

Novembre fa paura

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 0,3%	2024: 0,5%
2025: 1,0%	2025: 1,3%

L'eurozona deve affrontare non solo una debolezza ciclica della crescita che perdura nel T1 2024, ma anche problemi strutturali, in particolare la persistente perdita di competitività a livello internazionale. Allo stesso tempo, gli sviluppi della guerra in Ucraina suscitano apprensione e mettono in evidenza la chiara necessità di aumentare la spesa per la difesa a livello europeo. Un eventuale secondo mandato di Trump aggraverebbe ulteriormente le questioni commerciali e di difesa, anche se è improbabile che le sue minacce (dazi del 10% su tutte le importazioni di merci e ritiro dalla NATO) vengano pienamente attuate. L'eurozona risentirebbe di una guerra commerciale su vasta scala molto più degli Stati Uniti: le esportazioni verso gli Stati Uniti rappresentano circa il 3,4% del PIL dell'eurozona, mentre le esportazioni USA verso l'eurozona rappresentano circa l'1,4% del PIL statunitense. Questa volta per rabbonire Trump è difficile che basti esprimere l'intenzione non vincolante di acquistare più prodotti USA. Un «impegno» di questo tipo sarebbe anche in contraddizione con l'obiettivo della nuova strategia di difesa dell'UE di acquistare il 60% degli equipaggiamenti nell'UE entro il 2035 (attualmente l'UE acquista il 63% dei suoi equipaggiamenti di difesa dagli Stati Uniti). Un altro punto debole della nuova strategia è il finanziamento, soprattutto ora che il consolidamento fiscale è di nuovo all'ordine del giorno a livello nazionale.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,5%	2024: 2,3%
2025: 2,0%	2025: 2,0%

Un secondo mandato di Trump sarebbe negativo per la crescita in Europa, ma l'impatto sull'inflazione non è chiaro. Più barriere commerciali e un aumento della spesa pubblica per la difesa farebbero salire l'inflazione, almeno temporaneamente, mentre una domanda nel complesso più debole la frenerebbe. Tuttavia, l'inflazione potrebbe scendere ancora prima delle elezioni, dopo l'inatteso leggero aumento al 2,6% a febbraio.

Germania

Attività debole a gennaio

Crescita del PIL

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

Nel 2022 le esportazioni tedesche verso gli Stati Uniti rappresentavano il 4% del PIL della Germania. In Europa, la percentuale era più alta solo in Irlanda (11,8%), Svizzera (8,0%) e Belgio (6,4%). Ciò significa che la Germania è molto più esposta al rischio di un governo USA più protezionista rispetto alle altre tre grandi economie dell'eurozona (Italia: 3,3%, Francia: 1,8%, Spagna: 1,4%). Inoltre, per Trump le importazioni di automobili sono una spina nel fianco e nuove barriere commerciali in quest'area penalizzerebbero molto la Germania. Anche senza Trump, l'economia tedesca è già indietro rispetto alle altre. La produzione industriale di gennaio non è riuscita a compensare appieno il crollo di dicembre e rimane il 10,7% al di sotto del livello pre-Covid (eurozona: -2,5%). Le vendite al dettaglio hanno continuato a diminuire e sono l'1,2% al di sotto del livello di gennaio 2020 (eurozona: +1,4%). Anche l'indice PMI dell'industria si conferma particolarmente debole in Germania. L'ulteriore flessione di marzo è ascrivibile perlopiù alla normalizzazione dei tempi di consegna, ma anche l'indice dell'occupazione ha continuato a scendere, mentre gli indici della produzione e dei nuovi ordinativi sono migliorati solo di poco. Una nota positiva è il netto miglioramento del sentiment in tutti i principali settori secondo l'indagine ifo, anche se perlopiù da livelli bassi.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,2%	2024: 2,5%
2025: 1,9%	2025: 2,1%

A febbraio l'inflazione primaria è scesa dal 2,9% al 2,5%. Tuttavia, l'inflazione di fondo è rimasta ferma al 3,4%, con un'inflazione dei servizi ancora elevata e un'inflazione dei beni di base sorprendentemente alta. Anche la crescita annuale dei salari negoziati è rimasta costante al 2,4% a gennaio, dopo il continuo indebolimento registrato dal 3,5% di luglio 2023. Riteniamo che l'inflazione di fondo scenderà sotto il 2% solo l'anno prossimo.

Francia

Sfida sportiva

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 0,7%	2024: 0,7%
2025: 1,0%	2025: 1,3%

Di recente, i sondaggi tra le imprese hanno offerto qualcosa per tutti i gusti: chi vede ancora il bicchiere mezzo vuoto sottolinea il calo degli indici PMI dell'industria e dei servizi a marzo. Escludendo gennaio 2023, il PMI dell'industria è sotto la soglia di crescita di 50 punti da 19 mesi. Anche il PMI dei servizi è rimasto sotto tale soglia per dieci volte consecutive. Chi guarda al resto dell'anno con un po' più di ottimismo può rallegrarsi dei dati delle indagini condotte dall'ufficio statistico INSEE, che hanno registrato un netto aumento a marzo. Secondo questa fonte, i portafogli ordini del settore manifatturiero si stanno riempiendo dall'inizio dell'anno. Attualmente l'indicatore è ai massimi da dicembre 2022. Ciò potrebbe suggerire che la fine della crisi del potere d'acquisto è davvero vicina. I salari reali di nuovo in aumento per la prima volta dal 2021 e l'aspettativa di un calo dei costi di finanziamento ci ispirano fiducia in una ripresa della domanda di consumi e investimenti nel corso dell'anno. La previsione quantitativa della crescita del PIL nel 2024 è resa più difficile dal fatto che per il momento non è possibile stimare gli effetti netti dell'organizzazione delle Olimpiadi estive sul prodotto interno lordo.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,3%	2024: 2,5%
2025: 1,7%	2025: 1,9%

Le Olimpiadi estive complicano anche le previsioni sull'inflazione. È probabile che i fornitori di servizi utilizzino il loro potere di determinazione dei prezzi nei confronti degli appassionati di sport durante i mesi estivi. In generale l'inflazione continua a evidenziare una tendenza al ribasso, soprattutto per abbigliamento, comunicazioni ed elettrodomestici. Prevediamo che il tasso d'inflazione scenda sotto il 2% entro il T4 2024.

Italia

Il premio di rischio diminuisce

Dall'Italia continuano a giungere dati economici favorevoli. L'indice PMI di marzo non è ancora disponibile mentre scriviamo, ma l'andamento fino a fine febbraio indica un'accelerazione della dinamica nei servizi e un indebolimento dell'industria, come nel resto d'Europa. Il nostro semplice modello di regressione del PMI sulla crescita economica prevede per il T1 2024 una crescita dello 0,2% rispetto al trimestre precedente. Ciò significa che l'Italia potrebbe proseguire sulla scia della seconda metà del 2023 e superare nuovamente la Germania. L'Italia ha registrato performance migliori anche per quanto riguarda i titoli di Stato. Dall'inizio del 2024 i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi a 10 anni sono saliti dello 0,3%, mentre quelli degli omologhi italiani sono persino lievemente diminuiti. «Lo spread», ossia il premio di rischio dei titoli di Stato italiani rispetto a quelli tedeschi, è sceso ai minimi degli ultimi due anni, un «voto di fiducia» da parte dei mercati finanziari che con l'allentamento delle condizioni finanziarie potrebbe avere un ulteriore impatto positivo sulla crescita italiana nel 2024.

Spagna

Mercato del lavoro solido

In Spagna a febbraio l'indice PMI dell'industria è salito oltre la soglia di 50 per la prima volta da marzo 2023, con miglioramenti degli indici della produzione, dei nuovi ordinativi e dell'occupazione. L'indice dell'occupazione ha raggiunto i massimi da maggio 2023. Nel complesso, il mercato del lavoro è solido. A gennaio il tasso di disoccupazione è sceso all'11,6%, dal 13,0% dell'anno precedente. Il calo è stato più pronunciato per le donne di 15-24 anni, al 27,7%, mentre per gli uomini della stessa fascia d'età si è registrato un aumento al 29,4%. Con l'8,5%, il tasso di disoccupazione degli uomini dai 25 anni in su è nettamente inferiore a quello delle donne della stessa fascia d'età, pari al 12,1%. A febbraio, il numero di persone occupate ha registrato l'aumento più pronunciato dall'aprile 2023 e, secondo un'indagine sui consumatori, i timori di disoccupazione hanno continuato a diminuire. Al momento le più preoccupate sono le persone tra i 30 e i 49 anni. La crescita dei salari rispetto all'anno precedente è stata del 2,6% a febbraio. Tuttavia, i salari reali sono scesi ancora leggermente con un'inflazione del 2,8%.

Svizzera

Tasso guida giù, e l'inflazione?

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 1,2%	2024: 1,1%
2025: 0,9%	2025: 1,6%

L'indice dell'attività economica settimanale della Segreteria di Stato dell'economia (SECO) e altri indicatori regionali ad alta frequenza hanno oscillato per tutto il T1. Ciò ha confermato la nostra idea secondo cui l'economia nelle ultime settimane ha subito una battuta d'arresto. In questo contesto, il 21 marzo la Banca nazionale svizzera (BNS) è entrata in gioco con un taglio dei tassi d'interesse previsto solo da pochi analisti. La BNS ha motivato la riduzione dei tassi in modo piuttosto chiaro, citando non solo l'avvenuta stabilizzazione dell'inflazione, ma anche l'intenzione di sostenere l'andamento dell'economia. Continuiamo a prevedere un'accelerazione della dinamica economica nel corso dell'anno. Perché ciò avvenga, gli indici PMI di tutti i settori dovranno salire oltre i 50 punti nel T2. Ci aspettiamo anche una ripresa della fiducia dei consumatori, che la SECO ha iniziato a rilevare di recente su base mensile e che dovrebbe essere favorita dall'aumento dei salari reali in Europa per la prima volta dal 2021 e dal sostegno della politica monetaria.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 1,2%	2024: 1,4%
2025: 0,9%	2025: 1,1%

Come da manuale, il taglio dei tassi a opera della BNS ha causato un deprezzamento del franco svizzero. Ciò rende più probabile un aumento dei prezzi all'importazione nel breve periodo. Paradossalmente, però, a causa di una peculiarità della Svizzera, il taglio dei tassi ha anche un effetto frenante sull'indice nazionale dei prezzi al consumo: ora è meno probabile che il tasso di riferimento ipotecario usato per determinare i canoni di locazione esistenti venga innalzato ulteriormente. In assenza di rialzi, nell'indice nazionale dei prezzi al consumo del prossimo anno gli affitti aumenteranno meno del previsto.

Regno Unito

Annunciati sgravi fiscali

Crescita del PIL

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

A marzo nel Regno Unito l'attenzione si è spostata dai dati economici alla politica fiscale e monetaria. La misura più importante del «bilancio primaverile» presentato dal Cancelliere Jeremy Hunt è la riduzione del 2% dei contributi per le assicurazioni sociali («National Insurance Contribution»). Inoltre, è prevista una proroga del congelamento dell'imposta su carburanti e combustibili. Il costo di queste misure è pari allo 0,5% circa del PIL britannico. In cambio, verranno inasprite le norme fiscali per gli stranieri (perlopiù facoltosi) con domicilio principale fuori dal Regno Unito. Le altre misure di «controfinanziamento», come le ipotesi di aumento della produttività, sono discutibili, pertanto nel complesso lo stimolo fiscale positivo fornito dal bilancio potrebbe essere limitato. Il bilancio, però, segue innanzitutto una logica elettorale. Le elezioni parlamentari si terranno al più tardi il 28 gennaio 2025 e i Tories sono indietro nei sondaggi. Il bilancio crea un «fatto compiuto» con misure in parte popolari tra gli elettori laburisti. Tuttavia, per le prospettive economiche la politica monetaria è ben più importante. Le dichiarazioni del Governatore della Bank of England e la distribuzione dei voti nella decisione sui tassi d'interesse di marzo hanno fatto slittare le aspettative del mercato sulle riduzioni dei tassi, tanto che ora il 20 giugno è visto come una possibile data per il primo taglio.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 3,0%	2024: 2,5%
2025: 2,4%	2025: 2,2%

I dati sull'inflazione di febbraio hanno alimentato le speranze di tagli dei tassi un po' prima del previsto. Sia l'inflazione primaria che quella di fondo sono scese più di quanto atteso dal mercato, la prima dal 4,0% al 3,4% e la seconda dal 5,1% al 4,5%. Inoltre, gli ultimi dati deboli sul mercato del lavoro hanno rallentato ancora la crescita dei salari.

Cina

Obiettivo di crescita mancato

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 4,5%	2024: 4,7%
2025: 4,4%	2025: 4,4%

Per il 2024 la Cina ha annunciato un obiettivo di crescita di «circa il 5%», invariato rispetto a quello dell'anno precedente. Questo obiettivo di crescita ci sembra oltremodo ambizioso, perché per conseguirlo sarebbero necessarie ampie misure di stimolo. L'obiettivo per il disavanzo pubblico del 2024, compresa l'emissione dei cosiddetti «titoli di Stato speciali», è stato aumentato solo leggermente dal 3,5% al 4,1% del PIL rispetto all'anno scorso. Anche le misure di sostegno al settore immobiliare, che al momento è la vera nota dolente per l'economia cinese, sono rimaste vaghe: il governo ha espresso l'intenzione di sostenere il settore immobiliare con progetti pubblici per alloggi a prezzi accessibili e per la riqualificazione urbana che potrebbero incentivare gli investimenti immobiliari. Tuttavia, l'annuncio è rimasto vago e mancano cifre concrete. Pertanto, riteniamo che il governo adotterà un approccio cauto nei confronti di questi investimenti immobiliari. Alla luce degli annunci fiscali moderati e delle misure poco chiare per il settore immobiliare, ci asteniamo dal rivedere la nostra attuale previsione di crescita del 4,5%. Ciò significherebbe che l'obiettivo di crescita annunciato verrebbe mancato: un evento insolito ma non senza precedenti.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 0,8%	2024: 0,8%
2025: 1,9%	2025: 1,6%

A febbraio il tasso d'inflazione in Cina è salito allo 0,7%, superando le nostre aspettative. Questo rialzo è dovuto a fattori legati al Capodanno, che si sono tradotti in un rincaro dei prodotti alimentari e dei viaggi. Per il resto del 2024 prevediamo tassi d'inflazione moderati a causa della capacità inutilizzata e della domanda contenuta.

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



Rita Fleer
Economist Quantitative Analysis
rita.fleer@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



Approvata e pubblicata da Swiss Life Asset Management SA, Zurigo

Swiss Life Asset Managers può aver messo in atto o aver sfruttato le raccomandazioni relative alle ricerche prima che le stesse siano state pubblicate. Per quanto i contenuti del presente documento siano basati su fonti di informazione ritenute attendibili, non può esserne garantita né l'accuratezza né la completezza. Il presente documento contiene affermazioni previsionali basate sulle nostre stime, aspettative e proiezioni presenti. Non siamo tenuti ad aggiornare o riesaminare tali affermazioni. I risultati effettivi possono differire sostanzialmente da quelli anticipati nelle affermazioni previsionali.

Francia: la presente pubblicazione è distribuita in Francia da Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris ai clienti già in portafoglio e ai clienti potenziali. **Germania:** la presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Straße 36, D-50668 Colonia, da Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main e da BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Regno Unito:** la presente pubblicazione è distribuita nel Regno Unito da Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Svizzera:** la presente pubblicazione è distribuita in Svizzera da Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurigo. **Norvegia:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.

Aprile 2024

Tassi d'interesse e obbligazioni

Inizia il ciclo di allentamento delle banche centrali

Rendimenti obbligazionari e spread del credito IG

	Rendimento dei titoli di Stato decennali			Spread dei obbligazioni investment grade		
	Attuale	Marzo 2024*	Year-to-date*	Attuale	Marzo 2024*	Year-to-date*
US	4.2%	-6 pb	31 pb	90 pb	-6 pb	-9 pb
Eurozona	2.3%	-12 pb	27 pb	114 pb	-7 pb	-24 pb
UK	3.9%	-19 pb	40 pb	118 pb	-7 pb	-21 pb
CH	0.6%	-13 pb	-3 pb	79 pb	2 pb	-3 pb

Redimento eurozona = Germania. * Variazione al 27 marzo.
Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- La curva dei rendimenti (rendimento dei titoli di Stato a 10 anni meno rendimento dei titoli di Stato a 2 anni) è rimasta invertita a marzo a -35 punti base (pb). Malgrado i volumi relativamente elevati delle nuove emissioni, gli spread sono calati.
- In linea con la guidance di tre tagli nel 2024, la Fed non è intervenuta sui tassi pur avendo rivisto al rialzo le previsioni di crescita e inflazione. Quest'ultima dovrebbe restare sopra l'obiettivo del 2%.

Eurozona

- L'inversione della curva dei rendimenti tedesca si è accentuata a -52 pb e perdura da oltre 500 giorni.
- La Banca centrale europea ha mantenuto i tassi invariati accennando a un potenziale taglio a giugno; il mercato prevede altri tre tagli entro fine anno.

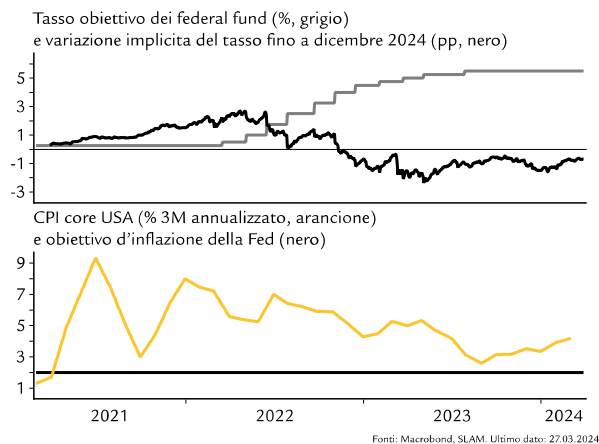
Regno Unito

- Con il calo dell'inflazione e i toni accomodanti della Bank of England, i mercati si aspettano un primo taglio dei tassi a giugno. Tuttavia, l'incertezza rimane elevata. L'inflazione è ancora al 3,4% e gli indici dei responsabili degli acquisti in territorio espansivo indicano un miglioramento del momentum.

Svizzera

- La curva dei rendimenti è rimasta invertita a -20 pb.
- La Banca nazionale svizzera ha inaspettatamente tagliato i tassi nell'ipotesi che le basse pressioni inflazionistiche persistano in futuro, facendo indebolire il CHF rispetto alle principali valute.

L'inflazione sale, ma i mercati prevedono tagli dei tassi



L'«inflazione transitoria» è stata la principale giustificazione delle banche centrali dei Paesi sviluppati per l'inizio tardivo dei rialzi dei tassi, malgrado l'aumento dei prezzi più rapido degli ultimi decenni. A distanza di due anni, le autorità monetarie, soprattutto la Fed, sembrano impazienti di tagliare nuovamente i tassi, pur non avendo raggiunto l'obiettivo d'inflazione del 2%. Attualmente, l'inflazione di fondo su base trimestrale annualizzata è al 4,2% e dall'estate scorsa è salita senza mai toccare l'obiettivo del 2%. Con il tasso di disoccupazione USA vicino ai minimi storici, la crescita dei salari costante intorno al 5% e la crescita del PIL che dovrebbe superare il potenziale, persino la Fed non prevede che l'inflazione raggiunga l'obiettivo prossimamente. In linea con le indicazioni dell'autorità monetaria USA, il mercato prevede tre tagli dei tassi entro l'anno. Le azioni e gli attivi speculativi come le criptovalute si sono impennati e il calo dei rendimenti a lungo termine ha reso le condizioni finanziarie molto più favorevoli. Per ora la propensione delle banche centrali ad allentare le condizioni finanziarie favorisce gli asset rischiosi, ma esortiamo alla cautela per via delle valutazioni elevate. Quanto ai titoli di Stato, sovrappesiamo la duration, ma riteniamo promettente un posizionamento volto a beneficiare dell'irripidimento della curva, visto l'aumento del rischio sul tratto a lunga se le pressioni inflazionistiche persisteranno.

Azioni

Mercati vigorosi a marzo

Panoramica della performance del mercato azionario

	Marzo 2024*	Year-to-date*
Stati Uniti	3,0%	10,2%
Eurozona	4,4%	10,2%
Regno Unito	4,3%	3,8%
Svizzera	3,3%	5,4%
Mercati emergenti	1,8%	1,7%

Indici MSCI Net Total Return in valuta locale.

* Variazione al 27 marzo. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Ancora una volta i Magnifici 7 hanno dato il principale apporto alla performance positiva del mercato a marzo (+17,8% da inizio anno).
- I toni accomodanti della Fed alla recente riunione hanno sostenuto il mercato, rendendo più probabili tre o quattro tagli dei tassi quest'anno.
- La valutazione del mercato USA supera ancora di molto le medie storiche e di altri mercati. Gli indicatori tecnici sono su livelli elevati, ma non estremi.

Eurozona

- La crescita degli utili da inizio anno è nulla, il che significa che il rialzo del mercato da gennaio è interamente ascrivibile all'aumento delle valutazioni.
- Ora la valutazione del mercato europeo è pressoché neutrale.

Regno Unito

- Performance ancora deludente per il Regno Unito, ma superiore a quella di altri mercati sviluppati.
- La borsa britannica continua a beneficiare della valutazione più bassa e del rendimento del dividendo più alto (3,9%) tra i principali mercati sviluppati.

Svizzera

- In termini di CHF, a marzo il mercato svizzero ha nettamente sottoperformato eurozona e Stati Uniti, a causa del deprezzamento del CHF nei confronti di EUR e USD.
- La borsa svizzera è la più sopravvalutata dopo quella USA.

Mercati emergenti

- In generale, la performance dei mercati azionari dei Paesi emergenti è stata debole.
- Il mercato azionario indiano ha guadagnato solo il 4,9% da inizio anno in valuta locale e quello cinese è sceso dell'1,8% in HKD.

Cosa succede in Giappone?

Qualche settimana fa il mercato azionario giapponese ha raggiunto il massimo storico degli ultimi 34 (!) anni. Nel 2023 e finora nel 2024, in valuta locale ha sovraperformato tutti i principali mercati. Viene spontaneo chiedersi: si tratta solo di un altro rally a breve termine o di cambiamenti strutturali che potrebbero migliorare la performance del mercato giapponese nel medio e lungo periodo?

Rendimenti totali e redditività del mercato azionario

	In valuta locale			In CHF			Return on equity
	2023	Year-to-date*	10 anni	2023	Year-to-date*	10 anni	
JP	29%	20%	168%	9%	19%	83%	9%
US	26%	10%	210%	15%	18%	212%	18%
Eurozona	19%	9%	91%	12%	15%	50%	11%
CH	5%	5%	65%	5%	5%	65%	23%

* Performance al 27 marzo. Fonti: Bloomberg, Swiss Life Asset Managers

Diversi sviluppi hanno contribuito all'ottima performance della borsa giapponese. Innanzitutto, la debolezza dello yen offre un duplice vantaggio agli esportatori nipponici: i loro prodotti diventano più competitivi per gli stranieri e il fatturato globale vale di più in termini di yen. In secondo luogo, i tassi persistentemente bassi e negativi hanno dato al Giappone un vantaggio relativo. A differenza di altre banche centrali, la Bank of Japan non ha alzato i tassi fino alla riunione di marzo. Terzo, l'organizzazione della borsa giapponese ha attuato riforme strutturali volte a migliorare la governance aziendale e a porre maggiore enfasi sulla redditività. Va notato che circa la metà dei titoli giapponesi quota ancora sotto il valore contabile. Quarto, sembra che gli investitori cinesi abbiano scoperto il Giappone per gli investimenti speculativi.

Nel breve termine, questa dinamica potrebbe proseguire. Le valutazioni sono eque, lo yen è ancora debole e gli effetti positivi delle riforme strutturali potrebbero continuare a sostenere la redditività delle imprese giapponesi. Tuttavia, a più lungo termine si profilano rischi. Lo yen è molto sottovalutato e i tassi più bassi all'estero ma costanti o più alti in Giappone possono esercitare pressioni al rialzo. Il «return on equity», una misura della redditività, è ancora ben inferiore a quello di altri mercati. Inoltre, la concorrenza della Cina si fa più intensa e i problemi strutturali a lungo termine del Giappone – dinamiche demografiche sfavorevoli, immigrazione insufficiente e bassa crescita potenziale – persistono. Il Giappone deve fare di più al riguardo.

Valute

Deprezzamento temporaneo del CHF

Panoramica delle principali valute

	Marzo 2024*	Year-to-date*	Su 1 mese
EUR/USD	0,2%	-1,9%	↘
EUR/CHF	2,4%	5,4%	↘
GBP/USD	0,1%	-0,7%	↘
USD/JPY	0,9%	7,3%	↗

* Variazione al 27 marzo. Fonte: Bloomberg

Stati Uniti

- Marzo è stato tranquillo per l'USD. Le aspettative di politica monetaria sono rimaste stabili e l'USD ponderato per l'interscambio ha chiuso il mese quasi allo stesso livello con cui lo ha iniziato.
- Ora i mercati finanziari scontano un primo taglio dei tassi a giugno e queste aspettative dovrebbero rimanere ben ancorate a Aprile. Altri fattori come il vantaggio USA in termini di tasso, la prospettiva di un secondo mandato di Trump o un contesto di rischio meno favorevole potrebbero quindi dare nuovo slancio all'apprezzamento dell'USD.

Eurozona

- Anche marzo è stato molto favorevole all'EUR, mentre la BCE è rimasta attendista.
- Riteniamo ancora che i mercati stiano sottovalutando il potenziale di tagli dei tassi quest'anno, poiché la dinamica economica rimane debole e i progressi sul fronte dell'inflazione dovrebbero continuare. Abbiamo quindi una visione negativa sull'EUR rispetto a USD e CHF.

Regno Unito

- A marzo il GBP non ha risentito della prospettiva di tagli dei tassi guida, ma ci aspettiamo debolezza ad aprile, soprattutto nei confronti dell'USD.

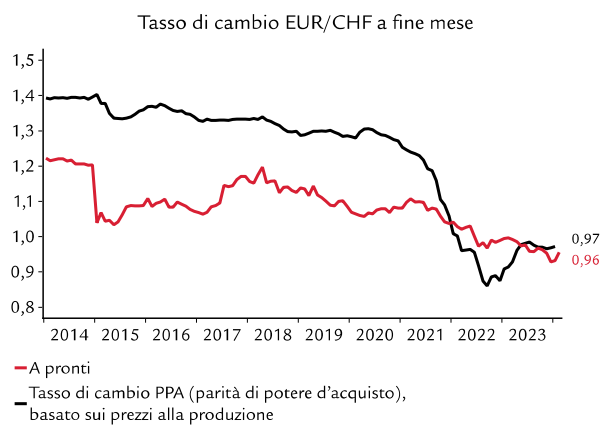
Svizzera

- Il CHF è stato una delle valute più deludenti a marzo, ma non bisogna trarre conclusioni affrettate da questa debolezza (cfr. colonna di destra).

Giappone

- Malgrado il primo rialzo dei tassi guida, a marzo il JPY è rimasto debole.
- I mercati non si aspettano un vero ciclo di rialzo dei tassi, ma solo un'uscita dalla politica monetaria ultraespansiva della Bank of Japan. Riteniamo quindi che il JPY continuerà a risentire del suo netto svantaggio di carry.

Prezzi alla produzione: valutazione equa di EUR/CHF



Fonti: Macrobond, Bloomberg, Swiss Life Asset Managers. Ultimo dato: Febbraio 2024

Sui mercati valutari l'evento clou di marzo è stato il taglio dei tassi da parte della Banca nazionale svizzera (BNS), che ha colto di sorpresa gli operatori dei mercati finanziari e innescato un nuovo deprezzamento del CHF. Tra le principali valute, solo lira turca (-7,7% da inizio anno) e JPY (-5,7%) hanno deluso più del CHF (-5,3%) su base ponderata per l'interscambio. Va notato che la BNS non ha motivato l'intervento solo con la riduzione delle pressioni inflazionistiche: nel comunicato stampa ha citato esplicitamente «l'apprezzamento del franco in termini reali avvenuto nell'ultimo anno». Questa motivazione è alquanto sorprendente, perché il rialzo del tasso di cambio effettivo reale del CHF nel 2023 è stato in parte annullato dal deprezzamento di febbraio e marzo 2024. Le notizie dal settore svizzero orientato all'esportazione sono diventate più allarmanti riguardo al tasso di cambio, ma secondo alcuni modelli il CHF non è ancora sopravvalutato. Usando i prezzi alla produzione come termine di paragone, Bloomberg stima che ora il CHF abbia una valutazione equa rispetto all'EUR (cfr. grafico). La riduzione del differenziale d'inflazione e l'apprezzamento del CHF nel 2023 non hanno quindi portato a una sopravvalutazione: hanno solo eliminato una temporanea sottovalutazione del CHF. Questo modello suggerisce inoltre che il CHF rimane sottovalutato rispetto all'USD. In ogni caso, non bisogna farsi trarre in inganno dall'attuale debolezza del CHF. La BNS ha agito presto, ma non ci aspettiamo più tagli del previsto e a nostro avviso l'1,25% sarà il tasso terminale di questo «ciclo di allentamento» e sarà raggiunto entro fine anno. Ci aspettiamo inoltre che la BNS tolleri nuovamente un moderato apprezzamento del CHF dopo la recente correzione.

Asset allocation

Forte rally del mercato azionario dopo un inizio lento

Analisi

- Dopo un inizio lento, nella seconda metà del mese i mercati azionari hanno acquistato slancio. Tuttavia, dopo la riunione della Fed la volatilità è aumentata, ma le borse hanno chiuso il mese decisamente in positivo. Marzo è stato favorevole anche per i mercati creditizi, anche se in misura più modesta. Intanto, i titoli di Stato hanno generato rendimenti solo lievemente positivi.
- I toni relativamente accomodanti della Fed, con l'accento a un potenziale allentamento della politica monetaria nei prossimi mesi malgrado i dati economici sempre solidi, hanno avuto un impatto minimo sul mercato.
- La BNS ha sorpreso i mercati tagliando i tassi prima del previsto. Ciò si spiega probabilmente con la minore frequenza delle riunioni dell'autorità monetaria svizzera, intenzionata a ridurre il rischio che il calo dei tassi negli Stati Uniti e nell'eurozona si traduca in un netto apprezzamento del CHF. Il taglio ha sostenuto il mercato delle obbligazioni in CHF, che ha registrato una buona performance. La reazione della borsa svizzera è stata più tiepida, ma il rendimento di marzo è stato relativamente elevato. Tuttavia, a causa del netto deprezzamento del CHF dopo il taglio, il mercato azionario svizzero si è rivelato uno dei più deludenti dopo la conversione dei rendimenti in CHF.

Visione attuale dell'asset allocation

Classe d'investimento	Ponderazione attiva
Titoli di Stato globali	sovrappeso
Obbligazioni societarie globali IG*	sottopeso
Obbligazioni dei mercati emergenti	neutrale
Azioni globali	neutrale

* IG = investment grade. Fonte: Swiss Life Asset Managers

- Gli ottimi rendimenti dei mercati azionari, sempre dominati da un gruppo piuttosto ristretto di settori e aziende, hanno spinto le borse su livelli ancora più lontani dai fondamentali, aumentandone ancora la sopravvalutazione. Il momentum rimane vigoroso, malgrado i segnali di debolezza.
- I rendimenti obbligazionari sono scesi leggermente, ma i livelli restano interessanti, mentre gli spread, soprattutto in USD, sono ai minimi storici.
- Rimaniamo (nervosamente) neutrali sulle azioni e sottopesiamo le obbligazioni societarie a favore del debito sovrano.

Perché sottopesiamo le obbligazioni societarie?

In sintesi, le troviamo poco appetibili. Ma anche le azioni ci sembrano sopravvalutate, quindi perché sottopesare solo il credito? Il motivo principale è che le obbligazioni, a differenza delle azioni, hanno un potenziale di apprezzamento limitato. Se gli investitori sceglieranno di ignorare del tutto i rischi e i tassi d'interesse restassero costanti, l'apprezzamento di un'obbligazione societaria sarebbe limitato dalla misura in cui il suo spread, ossia l'extra-rendimento che compensa gli investitori del rischio d'insolvenza, può diminuire.

Al momento gli spread sono ai minimi storici, pertanto anche se il sentiment rimanesse positivo o diventasse ancora più ottimista il potenziale di apprezzamento di queste obbligazioni resterebbe minimo. Al contrario, le azioni in teoria potrebbero continuare ad apprezzarsi all'infinito, ma i loro prezzi si allontanerebbero sempre più dal loro valore fondamentale, diventando più inclini a una correzione. La tabella che segue illustra le probabili reazioni dei mercati azionari e del credito in vari scenari di sentiment.

Sentiment del mercato	Obbligazioni societarie	Mercati azionari
Molto positivo	Potenziale di rialzo ridotto	Potenziale di rialzo notevole
Neutrale	Rendimento stabile	Rendimento positivo ridotto, volatilità
Molto negativo	Potenziale di ribasso notevole	Forte potenziale negativo

Fonte: Swiss Life Asset Managers

Se ci sbagliamo e l'ottimismo dei mercati finanziari è giustificato, in termini di rendimento il sottopeso sulle azioni ci costerà molto più del sottopeso sulle obbligazioni societarie. Se invece le nostre previsioni sono corrette e il mercato alla fine si adegnerà, un sottopeso sulle obbligazioni societarie proteggerà il portafoglio molto meno di un sottopeso sulle azioni. Tuttavia, anche in questo scenario potremmo ridurre il peso delle azioni, seppur con un certo ritardo.

Pertanto, i rischi sono asimmetrici e leggermente sbilanciati a favore delle azioni, malgrado il contesto fondamentale sfavorevole. Ma non illudiamoci: se i mercati finanziari dovessero subire una violenta correzione, inizialmente l'attuale strategia fornirebbe una protezione al ribasso limitata.

Swiss Life Asset Managers



Thomas Rauh
Portfolio Manager Fixed Income
thomas.rauh@swisslife-am.com



Andreas Homberger
Head Quantitative Equities
andreas.homberger@swisslife-am.com
✕ @Homberger_A



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
✕ @kunzi_damian



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



José Antonio Blanco
CIO Third Party Asset Management
Head Multi Asset
joseantonio.blanco@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.



Approvata e pubblicata da Swiss Life Asset Management SA, Zurigo

Swiss Life Asset Managers può aver messo in atto o aver sfruttato le raccomandazioni relative alle ricerche prima che le stesse siano state pubblicate. Per quanto i contenuti del presente documento siano basati su fonti di informazione ritenute attendibili, non può esserne garantita né l'accuratezza né la completezza. Il presente documento contiene affermazioni previsionali basate sulle nostre stime, aspettative e proiezioni presenti. Non siamo tenuti ad aggiornare o riesaminare tali affermazioni. I risultati effettivi possono differire sostanzialmente da quelli anticipati nelle affermazioni previsionali.

Francia: la presente pubblicazione è distribuita in Francia da Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Parigi alla clientela già in portafoglio e alla clientela potenziale. **Germania:** La presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Straße 36, D-50668 Colonia, da Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Filiale in Germania, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Francoforte sul Meno e da BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlino. **Regno Unito:** La presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells St, Londra W1T 3PT. **Svizzera:** la presente pubblicazione è distribuita in Svizzera da Swiss Life Asset Management SA, General-Guisan-Quai 40, CH-8022 Zurigo. **Norvegia:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo.

Secondo trimestre 2024

Messaggi chiave

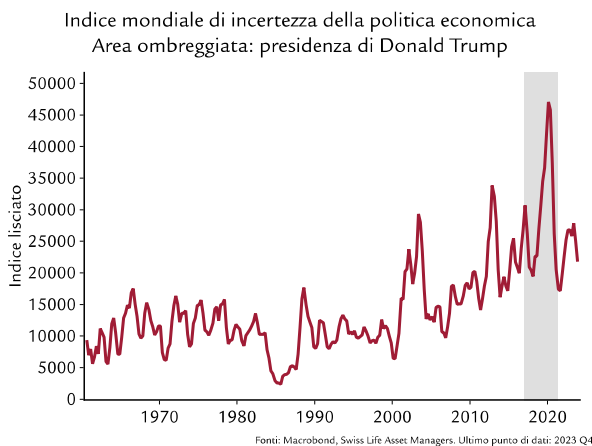
- Ottimo inizio d'anno per i mercati emergenti, che sono sostenuti dal calo dell'inflazione e dai tassi più bassi
- Le misure di stimolo della Cina non sono sufficienti per raggiungere l'ambizioso obiettivo di crescita
- L'elezione di Trump accrescerebbe l'incertezza sulle politiche economiche, specie per i mercati emergenti

Attenzione a questa cifra

60

Nel 2024 sono previste elezioni in più di 60 Paesi. In Russia, il presidente Putin si è già assicurato un altro mandato di sei anni, ma questo risultato non sorprende, visto che non sono stati ammessi candidati avversari di rilievo. Tra le consultazioni più importanti previste nei mercati emergenti vi sono le elezioni parlamentari in India, dove i sondaggi prevedono la vittoria del Primo Ministro in carica Narendra Modi, mentre nel T2 saranno chiamate alle urne anche Corea del Sud e Sudafrica.

Attenzione a questo grafico

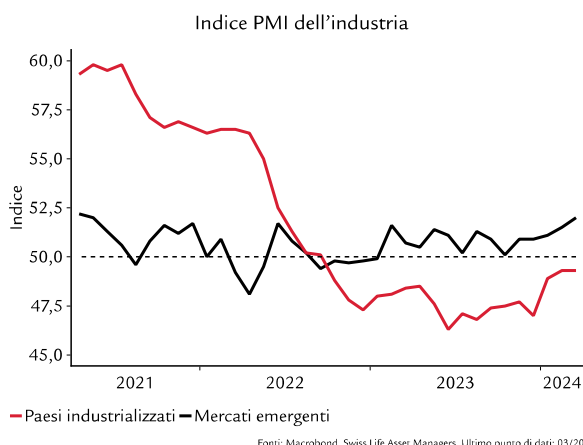


La possibilità che Donald Trump vinca le elezioni presidenziali USA del 5 novembre solleva interrogativi sull'impatto che un suo secondo mandato avrebbe sull'economia globale. Durante il suo primo mandato, la politica estera di Trump è stata conflittuale e imprevedibile, il che si è tradotto in notevoli incertezze sul fronte delle politiche economiche. Per i mercati emergenti, le maggiori preoccupazioni sono nuove tensioni commerciali con la Cina, gli effetti per quanto riguarda la guerra in Ucraina, l'influenza di Trump sulla guerra in corso a Gaza e il già annunciato giro di vite sull'immigrazione.

Ottimo inizio d'anno per i mercati emergenti

I mercati emergenti hanno iniziato il 2024 con un'ottima dinamica economica. Gli indici dei responsabili degli acquisti per l'industria hanno sorpreso in positivo sia a gennaio che a febbraio e l'indice complessivo dei mercati emergenti è ben oltre la soglia di 50 punti che separa l'espansione dalla contrazione (cfr. grafico 1). La ripresa dell'attività economica nei mercati emergenti è ascrivibile a diversi fattori: innanzitutto, le economie domestiche dei mercati emergenti hanno accumulato un notevole eccesso di risparmio, che continuano a spendere. In secondo luogo, il calo dell'inflazione ha un impatto positivo sul sentiment e sul reddito disponibile. Terzo, le banche centrali di America latina ed Europa orientale hanno già iniziato a tagliare i tassi guida, stimolando gli investimenti. Ciò significa che i dati sulla crescita del PIL per il T1 2024 non ancora pubblicati potrebbero sorprendere al rialzo. Nonostante l'attività economica sostenuta, il processo di disinflazione è in corso. Di recente, in alcune economie asiatiche l'inflazione primaria è risalita leggermente a causa del rincaro dei prodotti alimentari, ma la componente di fondo, che esclude le voci volatili di alimentari ed energia, si conferma in calo. Ciò offre alle banche centrali il margine di manovra necessario per tagliare ancora i tassi. Il ciclo di riduzione dei tassi procede rapidamente, soprattutto in America latina: Brasile, Messico, Cile, Colombia e Perù hanno abbassato i tassi guida quest'anno. La maggior parte dei Paesi asiatici esita a intervenire prima della Federal Reserve a causa dei potenziali rischi di deprezzamento della valuta. Tuttavia, non appena la Fed allenterà la sua politica monetaria, le economie asiatiche seguiranno l'esempio.

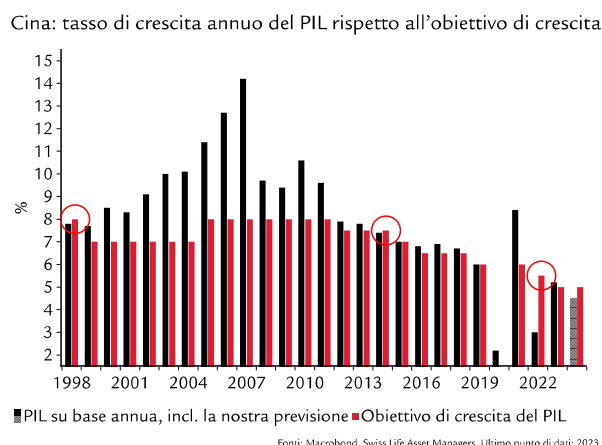
Grafico 1: L'indice dei responsabili degli acquisti per i mercati emergenti continua a crescere notevolmente



La Cina potrebbe mancare l'obiettivo di crescita di «circa il 5%»

Per il 2024 la Cina ha annunciato un obiettivo di crescita di «circa il 5%», invariato rispetto a quello dell'anno precedente. Questo obiettivo ci sembra oltremodo ambizioso, poiché quest'anno sarà più difficile raggiungere una crescita del 5% dato il punto di partenza più alto. Nel 2023, una crescita di circa il 5% era relativamente facile da realizzare, perché si partiva da una base molto bassa nel 2022, quando le restrizioni legate al Covid hanno frenato notevolmente l'economia. Siamo scettici soprattutto perché per conseguire questo obiettivo di crescita sono necessarie ampie misure di stimolo. Nonostante questo sostegno possa giungere in primo luogo da misure di politica fiscale, l'obiettivo per il disavanzo pubblico, compresa l'emissione dei cosiddetti «titoli di Stato speciali», è stato aumentato solo leggermente dal 3,5% al 4,1% del PIL rispetto all'anno scorso. In secondo luogo, potrebbe venire da un notevole supporto al settore immobiliare, che attualmente rappresenta la sfida più grande per l'economia cinese. Quest'anno l'obiettivo del governo non è più evitare un'espansione immobiliare incontrollata, ma rallentare il crollo del settore. Sono state quindi discusse misure di sostegno volte a promuovere progetti pubblici per alloggi a prezzi accessibili e per la riqualificazione urbana, che potrebbero incentivare gli investimenti immobiliari. Tuttavia, l'annuncio è rimasto vago e mancano cifre concrete. Pertanto, riteniamo che il governo adotterà un approccio cauto nei confronti di questi investimenti immobiliari. Alla luce degli annunci fiscali moderati e delle misure poco chiare per il settore immobiliare, ci asteniamo dal rivedere la nostra attuale previsione di crescita del 4,5%. Vista l'espansione modesta della Cina, il potere di determi-

Grafico 2: In passato, la Cina non ha sempre raggiunto il suo obiettivo di crescita



nazione dei prezzi delle aziende è limitato. Inoltre, in vari settori emerge capacità inutilizzata, perché la domanda non tiene il passo con l'abbondante offerta di merci. Di conseguenza, i prezzi alla produzione e all'esportazione rimangono in territorio deflazionistico. La Cina continuerà quindi a contribuire alla generale tendenza disinflazionistica dei prezzi delle merci a livello mondiale, il che incide positivamente sulle nostre prospettive d'inflazione per le principali economie. Al contempo, il dibattito sulle pratiche commerciali potrebbe farsi più acceso, poiché la maggiore concorrenza sui prezzi da parte della Cina scontenterà i concorrenti occidentali.

Secondo mandato di Trump e conseguenze per la Cina

Se Donald Trump venisse rieletto Presidente degli Stati Uniti a novembre, l'incertezza politica aumenterebbe notevolmente a causa della sua politica estera imprevedibile e conflittuale. Il suo atteggiamento nei confronti della Cina e il conseguente impatto sull'economia cinese e su quella globale in generale sarebbero particolarmente allarmanti. Rispetto all'amministrazione Biden, vi sono tre differenze fondamentali: innanzitutto, Trump continuerebbe a utilizzare i dazi commerciali come strumento privilegiato. Ha già fatto scalpore la minaccia di imporre dazi del 60% su tutte le merci cinesi. In secondo luogo, verrebbero imposte restrizioni più ampie alle esportazioni, in quanto un gran numero di merci sarebbe visto come una minaccia per la sicurezza nazionale. Terzo, come nel suo primo mandato, probabilmente Donald Trump adotterebbe un approc-

cio unilaterale e più conflittuale, che potrebbe mettere a dura prova le cooperazioni di lunga data degli Stati Uniti. Biden, invece, è favorevole alla collaborazione con gli alleati e punta a creare «coalizioni anti-Cina». Indipendentemente dall'esito delle elezioni, la Cina può aspettarsi effetti negativi. La minaccia di applicare dazi, in particolare, potrebbe causare una notevole volatilità del mercato. Dazi del 60% su tutte le merci cinesi potrebbero azzerare quasi totalmente le importazioni statunitensi dalla Cina. I settori con margini di profitto bassi, come l'industria tessile e l'elettronica, non potrebbero far fronte a un incremento tanto drastico dei dazi. Riteniamo improbabile una simile escalation, ma l'amministrazione Trump continuerebbe a utilizzare i dazi come arma non solo contro la Cina, ma anche contro altri Paesi. Il disavanzo commerciale degli Stati Uniti con la Cina è diminuito dall'inizio della guerra commerciale nel 2018, ma quello con altri Paesi, come Messico e Vietnam, ha raggiunto nuovi massimi. Questo spostamento riflette sia la sostituzione delle merci cinesi con merci provenienti da altri Paesi sia gli sforzi delle aziende cinesi per aggirare i dazi doganali facendo transitare le merci attraverso Paesi intermedi. In definitiva, il commercio globale sta diventando sempre più complesso e gli Stati Uniti rimangono legati alla Cina malgrado le barriere commerciali.

Grafico 3: Con dazi del 60% le importazioni USA dalla Cina scomparirebbero quasi del tutto

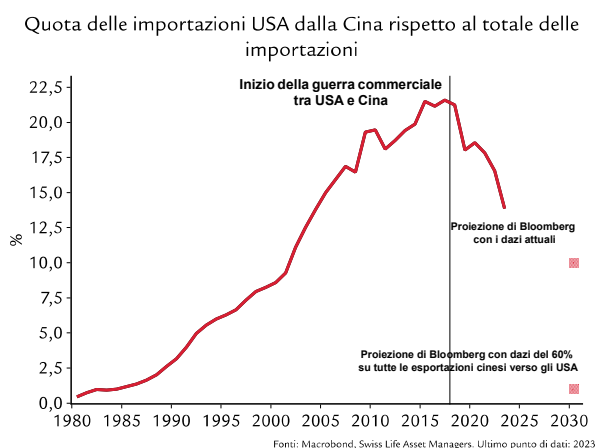
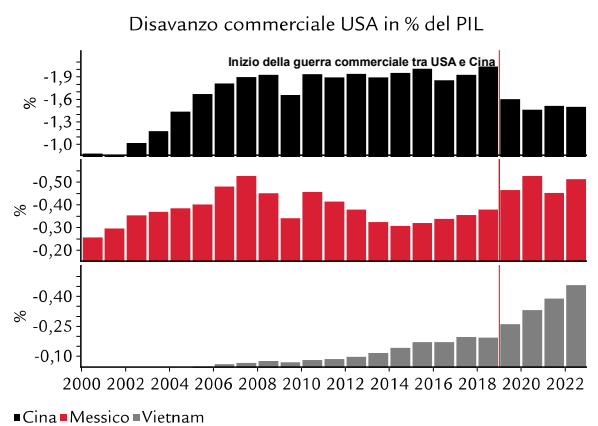


Grafico 4: Il disavanzo commerciale USA con la Cina è in calo, ma quello con Messico e Vietnam aumenta



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



Rita Fleer
Economist Quantitative Analysis
rita.fleer@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



Approvata e pubblicata da Swiss Life Asset Management SA, Zurigo

Swiss Life Asset Managers può aver messo in atto o aver sfruttato le raccomandazioni relative alle ricerche prima che le stesse siano state pubblicate. Per quanto i contenuti del presente documento siano basati su fonti di informazione ritenute attendibili, non può esserne garantita né l'accuratezza né la completezza. Il presente documento contiene affermazioni previsionali basate sulle nostre stime, aspettative e proiezioni presenti. Non siamo tenuti ad aggiornare o riesaminare tali affermazioni. I risultati effettivi possono differire sostanzialmente da quelli anticipati nelle affermazioni previsionali.

Francia: la presente pubblicazione è distribuita in Francia da Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint Honoré, 75001 Paris ai clienti già in portafoglio e ai clienti potenziali. **Germania:** la presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Straße 36, D-50668 Colonia, da Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Darmstädter Landstraße 125, D-60598 Frankfurt am Main e da BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Regno Unito:** la presente pubblicazione è distribuita nel Regno Unito da Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Svizzera:** la presente pubblicazione è distribuita in Svizzera da Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurigo. **Norvegia:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers Holding (Nordic) AS, Haakon VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.