

Aprile 2022

Messaggi chiave

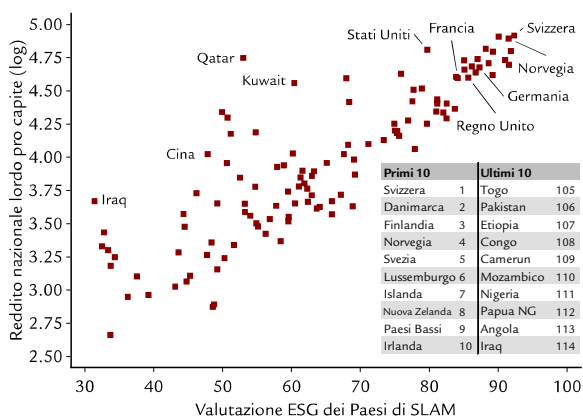
- La guerra in Ucraina e le sanzioni colpiscono economicamente l'Eurozona molto più duramente degli USA
- Nel 2022 prevediamo una combinazione peggiore di crescita e inflazione, con rischio di stagflazione
- Le difficoltà di fornitura tornano in parte a inasprirsi e i lockdown in Cina presentano un rischio aggiuntivo

Previsioni: un raffronto

	Crescita PIL 2022		Crescita PIL 2023		Inflazione 2022		Inflazione 2023	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Stati Uniti	3,3% ↓	3,3% ↓	2,3%	2,4% ↓	6,8% ↑	6,6% ↑	2,9% ↑	3,0% ↑
Eurozona	3,3% ↓	3,2% ↓	2,0% ↑	2,3% ↓	5,6% ↑	5,7% ↑	2,2% ↑	2,1% ↑
Germania	2,6% ↓	2,4% ↓	2,2% ↑	2,6% ↓	4,9% ↑	5,2% ↑	2,4% ↑	2,4% ↑
Francia	3,2% ↓	3,3% ↓	1,5%	1,7% ↓	3,7% ↑	3,9% ↑	2,1% ↑	1,9% ↑
Regno Unito	3,9% ↓	3,9% ↓	1,8% ↓	1,6% ↓	6,7% ↑	6,7% ↑	3,3% ↑	3,6% ↑
Svizzera	2,5% ↓	2,7% ↓	1,4%	1,7% ↓	1,8% ↑	1,8% ↑	0,7% ↑	0,7% ↑
Giappone	2,1% ↓	2,3% ↓	1,6%	1,8%	1,2% ↑	1,4% ↑	0,5% ↑	0,9% ↑
Cina	5,0%	5,0%	5,1%	5,2%	2,3% ↑	2,2%	2,0% ↓	2,3%

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce.
Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 14.03.2022.

Grafico del mese



* Reddito generato da risorse interne in patria o all'estero

Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Nell'ultimo aggiornamento del nostro rating ESG interno (ambientale, sociale e di governance) di 114 Paesi, la Svizzera è al primo posto, seguita dalla Danimarca. I fanalini di coda sono l'Iraq e l'Angola. Il rating ESG è fortemente correlato con i dati economici tradizionali, come il reddito nazionale lordo (RNL)* pro capite. Si nota però che soprattutto i Paesi produttori di petrolio, ma anche Cina, Turchia e Stati Uniti, hanno un rating ESG relativamente basso rispetto al loro RNL. Rispetto ad altri Paesi sviluppati, gli Stati Uniti ottengono punteggi particolarmente bassi sulle questioni sociali, come la discriminazione delle minoranze e l'accesso all'istruzione e alla sanità.

Stati Uniti

Influsso delle sanzioni minimo

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 3,3%	2022: 3,3%
2023: 2,3%	2023: 2,4%

La guerra in Ucraina acuisce il divario economico tra USA ed Europa. Gli Stati Uniti risentono appena delle sanzioni: le esportazioni verso la Russia sono insignificanti e il Paese non dipende dall'energia russa. Gli Stati Uniti sono quasi in grado di soddisfare la domanda nazionale con la produzione interna di petrolio e, grazie ai gas di petrolio liquefatti, sono esportatori netti di gas. Per questo l'aumento dei prezzi dell'energia non rappresenta uno shock esterno per l'economia USA: dati i prezzi elevati, il settore dell'energia registra ingenti afflussi di fondi e finora la distribuzione di utili è stata preferita agli investimenti. Tuttavia, gli investimenti nel settore dovrebbero gradualmente aumentare, mentre la produzione delle industrie a monte (ad es. la trivellazione) sta registrando una tendenza al rialzo. Secondo gli indici dei direttori degli acquisti di marzo, l'industria in senso lato ha registrato una ripresa; a differenza dell'Europa, i nuovi ordini e gli output hanno ripreso slancio e la situazione nelle catene di fornitura è marginalmente migliorata. A risentire dell'inflazione ancora elevata rimangono le economie domestiche private. Su base reale le vendite al dettaglio ristagnano e l'ulteriore aumento dei tassi ipotecari potrebbe frenare il mercato immobiliare nel 2022. Complessivamente abbiamo lievemente ridotto, dal 3,5% al 3,3%, la previsione di crescita nel 2022.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 6,8%	2022: 6,6%
2023: 2,9%	2023: 3,0%

A febbraio l'inflazione USA è salita al 7,9% e a marzo si prevede che raggiunga un picco ciclico dell'8,7%. L'evoluzione dell'inflazione totale dipende in larga misura da quella dei prezzi energetici. Se la guerra non si estenderà ad altri paesi e non vi sarà un embargo su petrolio e gas russi, i prezzi dovrebbero stabilizzarsi e i tassi d'inflazione gradualmente diminuire in considerazione dell'effetto base. Perché la Fed mantenga l'inaspimento monetario, l'inflazione di fondo dovrà per rimanere sufficientemente elevata (4-5% anche nel secondo semestre 2022).

Eurozona

Scenario di rischio: stagflazione

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 3,3%	2022: 3,2%
2023: 2,0%	2023: 2,3%

Per valutare l'impatto economico della guerra in Ucraina, oltre a uno scenario "worst case", stiamo utilizzando tre scenari alternativi, ipotizzando che la guerra sia limitata al territorio ucraino. Per i prossimi nove-dodici mesi, la questione decisiva per l'Europa sarà la fornitura di gas dalla Russia e il suo mantenimento o blocco ad opera di una delle due controparti. A breve termine, l'interruzione dell'approvvigionamento di questa materia prima costituisce un rischio congiunturale significativo. Il razionamento delle forniture di gas potrebbe essere una delle conseguenze necessarie per il prossimo inverno. Poiché i salari non tengono il passo con l'evoluzione dei prezzi, in questo scenario è probabile che la domanda dei consumatori diminuisca. Diversamente dagli Stati Uniti, quindi, un'eventuale stagflazione nei Paesi dell'Eurozona non deriverebbe da un eccessivo irrigidimento della politica monetaria. Attualmente la probabilità dello scenario del "blocco totale delle forniture" è stimata intorno al 25%. Con la progressiva riduzione della dipendenza dalle forniture di gas russo, questo rischio economico continuerà a diminuire.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 5,6%	2022: 5,7%
2023: 2,2%	2023: 2,1%

Diversamente dall'inizio della pandemia, la Banca centrale europea (BCE) è ora sotto pressione e chiamata a contrastare il crescente pericolo inflazionistico. Uno sguardo al mercato delle obbligazioni indicizzate all'inflazione mostra che, almeno a breve termine, le aspettative inflazionistiche a lungo termine si stanno allontanando dalle loro considerazioni di base: se, prima della guerra, il cosiddetto "tasso d'inflazione break-even" a dieci anni era ancora in media inferiore all'obiettivo della BCE di "vicino ma inferiore al 2%", nel frattempo è salito al 2,7% per Germania e Francia.

Germania

Torna il pessimismo

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 2,6%	2022: 2,4%
2023: 2,2%	2023: 2,6%

Proprio quando si stavano profilando l'allentamento delle misure anti-Covid e l'alleggerimento delle difficoltà di fornitura, il cielo congiunturale tedesco si è di nuovo rannuvolato. Dal consumo di elettricità risulta, ad esempio, che a marzo la produzione industriale ha subito un rallentamento. Gli economisti concordano sul fatto che, tra le economie dei Paesi qui analizzati, quella tedesca è stata la più colpita dalla guerra in Ucraina. Altrettanto rimarchevoli risultano le revisioni al ribasso delle previsioni di crescita del PIL rispetto al mese precedente: il consensus per la crescita reale del PIL nel 2022 si attesta attualmente al 2,4%, a fronte del 3,5% previsto il mese precedente. Il crescente pessimismo si manifesta anche nei sondaggi presso le imprese e nell'umore dei consumatori. Secondo GfK, quest'ultimo è sceso al valore più basso da febbraio 2021. È tuttavia importante distinguere tra indicatori dell'umore ed effettivi indicatori di attività: ciò risulta chiaramente dalle ultime cifre dell'indice ifo della fiducia delle imprese. I dati sull'attuale situazione degli affari (attività) hanno registrato un movimento laterale, mentre le risposte in merito al loro futuro andamento (umore) rivelano un crollo.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 4,9%	2022: 5,2%
2023: 2,4%	2023: 2,4%

Senza precedenti: in un solo mese la previsione di consenso sul tasso d'inflazione medio per l'anno in corso è stata alzata di ben 1,8 punti percentuali, passando al 5,2%. Le nostre correzioni non sono altrettanto pessimiste. Occorre tuttavia tener presente che nel nostro scenario di base, per gran parte dei prossimi trimestri, il tasso d'inflazione rimarrà al di sopra della soglia critica per la BCE del 2%. È sempre più probabile che i cambiamenti duraturi dei tassi d'inflazione a lungo termine confluiranno nelle prossime trattative salariali.

Francia

Cambia il mercato del lavoro

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 3,2%	2022: 3,3%
2023: 1,5%	2023: 1,7%

La guerra in Ucraina ha oscurato gli ultimi giorni antecedenti al primo turno delle elezioni presidenziali in Francia. Le evoluzioni di politica estera dovrebbero aumentare le probabilità di rielezione del presidente in carica. A Macron va tuttavia il merito di essere stato in grado di mantenere le proprie promesse, soprattutto per le riforme del mercato del lavoro, che hanno determinato un calo del tasso di disoccupazione di due punti percentuali rispetto al momento della sua entrata in carica. In particolare la disoccupazione giovanile è diminuita sensibilmente. Sotto la guida di Macron, il numero di giovani con un posto di apprendistato è aumentato di oltre il 50% e la probabilità di continuare a lavorare dopo l'apprendistato è elevata. Anche nell'attuale situazione geopolitica incerta, l'economia francese si mostra in buona forma. Finora gli indicatori dell'umore delle imprese hanno subito un calo minore rispetto agli omologhi tedeschi. In particolare nel settore dei servizi non si è ancora registrata una diminuzione della domanda. Nella seconda metà di marzo gli indicatori ad alta frequenza, come i dati di Google sulla durata delle visite nel commercio al dettaglio e in altre attività ricreative, sono tornati a crescere.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 3,7%	2022: 3,9%
2023: 2,1%	2023: 1,9%

In Francia l'inflazione è diventata, seppur tardivamente, un argomento importante nel dibattito pubblico. Tuttavia, da un sondaggio tra le famiglie dell'istituto statistico INSEE risulta che il numero di persone che prevedono un aumento dell'inflazione nei prossimi dodici mesi è il più elevato dall'inizio dei sondaggi nel 1971. Anche la riduzione del potere di acquisto diventa quindi un tema elettorale. Il governo ha reagito ponendo un tetto al prezzo della benzina, motivo per cui le previsioni di inflazione per l'anno in corso per la Francia sono aumentate meno di quelle degli altri Paesi europei.

Regno Unito

Fornitori di servizi ottimisti

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 3,9%	2022: 3,9%
2023: 1,8%	2023: 1,6%

Il tam-tam intorno all'espressione "Londongrad" suggerisce che la Gran Bretagna potrebbe essere seriamente colpita dalle sanzioni economiche contro la Russia. Lo riteniamo improbabile. Dal punto di vista dell'economia reale, la situazione non è diversa da quella degli USA: elevato livello di autosufficienza per petrolio e gas e scarsa dipendenza dalle esportazioni russe. A differenza degli Stati Uniti, a marzo gli indici dei direttori degli acquisti per l'industria sono nettamente diminuiti, ma le imprese ritengono che sia solo una debolezza temporanea. Contrariamente al continente, l'industria britannica continua a essere ottimista nelle previsioni a medio termine. Inoltre, a marzo l'indice dei direttori degli acquisti per i servizi, fulcro dell'economia britannica, ha continuato a salire (a 61,0 punti), superando persino i valori degli USA. Come negli Stati Uniti, l'inflazione e l'aumento dei tassi d'interesse rallenteranno leggermente il consumo privato; la Banca centrale, nonostante la recente maggiore cautela, potrebbe mantenere una posizione rigida. Un aspetto positivo, tuttavia, è che sia i salari che la massa salariale aumentano (a seguito dell'aumento occupazionale), ammortizzando così in parte l'effetto negativo dell'aumento dei prezzi al consumo. Per il 2022 abbiamo ridotto lievemente la nostra previsione di crescita del PIL, dal 4,2% a un ancora robusto 3,9%.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 6,7%	2022: 6,7%
2023: 3,3%	2023: 3,6%

L'inflazione in Gran Bretagna dilaga. A febbraio l'inflazione globale è salita di 0,7 punti percentuali al 6,2%. Ha pesato l'aumento dei prezzi dell'energia, ma è sorprendente che l'inflazione di fondo, che non tiene conto di energia e generi alimentari, sia aumentata ancora di più (al 5,2%, +0,8 punti percentuali). Ciò rispecchia il dinamismo positivo nel settore dei servizi e in particolare la forte crescita dei salari, che ha toccato il 4,8%. Pertanto, attualmente la perdita di salario reale in Gran Bretagna è meno drastica rispetto, per esempio, agli Stati Uniti o alla Germania.

Svizzera

La dinamica industriale rallenta

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 2,5%	2022: 2,7%
2023: 1,4%	2023: 1,7%

Diversamente da altre regioni, al momento della redazione del presente documento, per la Svizzera non sono ancora disponibili indicatori dell'umore che permettano di trarre conclusioni sul futuro comportamento di imprese e consumatori di fronte alla guerra in Ucraina. Gli indicatori disponibili dell'economia reale segnalano che finora il comportamento dei consumi nazionali non ne ha risentito. Restano per esempio stabili i viaggi internazionali misurati in base al traffico aereo da Zurigo. L'indicatore dell'attività economica settimanale (AES) della Segreteria di Stato dell'economia SECO evidenzia un rallentamento della dinamica congiunturale. Secondo la SECO, ciò è dovuto principalmente all'industria farmaceutica, fortemente colpita dall'aumento dei costi energetici e dalle nuove difficoltà di fornitura. Va tuttavia ricordato che il successo delle esportazioni dell'industria farmaceutica è stato uno dei motivi principali del record di esportazioni di beni a febbraio. Poiché la Svizzera ha adottato sanzioni contro la Russia, resta da vedere quali ripercussioni esse avranno sull'andamento degli affari nei settori più esposti. In particolare, il commercio di transito di materie prime ha contribuito negli ultimi anni in misura più che proporzionale, rispetto al numero di persone occupate, al prodotto interno lordo svizzero.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 1,8%	2022: 1,8%
2023: 0,7%	2023: 0,7%

Con il 2,2% di rincaro annuo, a febbraio 2022 il tasso d'inflazione ha di nuovo superato, per la prima volta dal 2008, il limite superiore della fascia obiettivo compresa tra lo 0% e il 2% definita dalla Banca nazionale svizzera. Secondo i nostri calcoli, anche a marzo il tasso d'inflazione è salito al 2,5%, ma ciò dovrebbe segnare l'apice del ciclo in corso. Solo se i prezzi delle materie prime dovessero di nuovo aumentare in seguito all'embargo della fornitura di gas russo, si potrebbe temporaneamente fare i conti con tassi d'inflazione ancora superiori (3-5%).

Giappone

Shock dei “terms of trade”

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 2,1%	2022: 2,3%
2023: 1,6%	2023: 1,8%

Seppur lontano dai campi di battaglia ucraini, il Giappone risente della maggiore incertezza geopolitica. In primo luogo, alla fine della Seconda guerra mondiale il Giappone non ha stipulato alcun accordo di pace con la Russia e i due Paesi si contendono le quattro isole Curili, dove la Russia ha da poco avviato esercitazioni militari. In secondo luogo, la Corea del Nord ha recentemente testato un nuovo missile intercontinentale che si è schiantato a soli 150 chilometri dalla costa, nella zona economica esclusiva giapponese. Economicamente, il Giappone risente principalmente dell'aumento dei prezzi energetici; le esportazioni verso la Russia costituiscono solo lo 0,1% del suo PIL. Il Giappone dipende completamente dall'estero per l'energia fossile ed è il maggiore importatore di gas di petrolio liquefatti al mondo. Il Paese non intende stipulare nuovi accordi energetici con la Russia, ma per ora mantiene i progetti già esistenti, anche per il timore di un intervento cinese. I prezzi all'importazione sono aumentati del 34% rispetto all'anno precedente, mentre quelli all'esportazione solo del 12%. Questo crollo dei cosiddetti terms of trade (ragione di scambio prezzi di esportazione/d'importazione) determina la perdita del potere d'acquisto delle famiglie e la compressione dei margini aziendali. Abbiamo quindi ulteriormente ridotto, dal 2,2% al 2,1%, la già cauta previsione di crescita per il 2022. Nel 2022 il Giappone dovrebbe registrare la minore crescita tra i Paesi più industrializzati.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 1,2%	2022: 1,4%
2023: 0,5%	2023: 0,9%

A febbraio l'inflazione è salita dallo 0,5% allo 0,9% e ad aprile dovrebbe superare la soglia del 2%, fenomeno verificatosi nel 2014 con la svalutazione dello yen e l'aumento dell'imposta sui consumi. A contribuire è anche lo yen debole, ma i primi fattori trainanti dell'inflazione restano energia e beni alimentari. A febbraio la variante locale dell'inflazione di fondo, che esclude cibo deperibile ed energia, è rimasta ancora negativa (-1,1%).

Cina

Atto di equilibrismo diplomatico

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 5,0%	2022: 5,0%
2023: 5,1%	2023: 5,2%

Nel bel mezzo della guerra in Ucraina, la Cina tenta un atto di equilibrismo diplomatico. In altre parole, continua a perseguire il suo allineamento politico con la Russia, ma al contempo cerca di consolidare i suoi rapporti commerciali con i Paesi occidentali. Per la Cina, la Russia è un fornitore importante di materie prime. La sua domanda di gas naturale aumenterà nettamente nel corso del tempo perché il Paese persegue l'obiettivo di ridurre l'impronta di CO₂ a lungo termine. Allo stesso tempo mantenere solidi rapporti commerciali con l'Occidente è fondamentale, perché le sue relazioni con Stati Uniti ed Europa sono molto più importanti di quelle con la Russia. Pertanto, la Cina si attiene finora con rigore al quadro sanzionatorio dell'Occidente. Oltre all'incerta situazione geopolitica, la pandemia rappresenta un ulteriore rischio per l'economia cinese. Il numero di casi di Covid è in forte aumento e in città economicamente importanti come Shenzhen e Shanghai vengono adottate misure di lockdown. Finché le misure di contenimento resteranno limitate nel tempo, gli effetti economici e le turbative delle catene globali di fornitura potrebbero restare contenuti. Sussiste tuttavia il pericolo che i casi di Covid si diffondano in modo incontrollato ed è quindi possibile l'adozione di misure più incisive. Pertanto, nonostante i maggiori incentivi di politica monetaria e fiscale, manteniamo la nostra previsione di crescita del 5% per il 2022.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 2,3%	2022: 2,2%
2023: 2,0%	2023: 2,3%

La guerra in Ucraina e il conseguente aumento dei prezzi delle materie prime si ripercuoteranno solo in misura limitata sui prezzi al consumo cinesi. Per gli alimenti, la Cina è perlopiù autosufficiente. I prezzi dell'energia determineranno un aumento dei prezzi alla produzione. L'onere maggiore interessa però le imprese, che non scaricano sui consumatori gran parte dell'aumento dei costi.

Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
🐦 @MarcBruetsch



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife-am.com
🐦 @kunzi_damian



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife-am.com



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife-am.com
🐦 @f_boucard



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@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, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, da Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main e da BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Regno Unito:** la presente pubblicazione è distribuita nel Regno Unito da Mayfair Capital Investment Management 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.