

Settembre 2023

Messaggi chiave

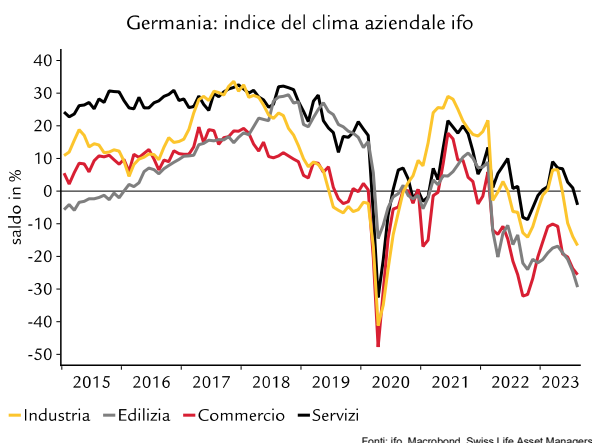
- Stati Uniti: la politica fiscale espansiva vanifica la politica monetaria e sostiene la crescita USA
- Eurozona: la dinamica economica si indebolisce, ma i consumi potrebbero dare di nuovo un lieve supporto
- Cina: la rinnovata debolezza del settore immobiliare rischia di frenare ulteriormente la crescita economica

Previsioni: un raffronto

	Crescita PIL 2023		Crescita PIL 2024		Inflazione 2023		Inflazione 2024	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Stati Uniti	2,1% ↑	1,9% ↑	0,4% ↑	0,6% ↑	4,0%	4,1%	2,8% ↑	2,6%
Eurozona	0,5% ↑	0,6% ↑	0,6% ↓	0,8% ↓	5,6% ↑	5,5% ↑	2,5% ↑	2,5% ↑
Germania	-0,4% ↓	-0,3%	0,2% ↓	0,9% ↓	6,0%	6,0% ↑	2,3%	2,6%
Francia	0,7% ↑	0,7% ↑	0,8% ↓	0,9%	4,8%	5,1%	2,1%	2,5%
Italia	0,9% ↓	1,0% ↓	0,5% ↓	0,7% ↓	6,0% ↓	6,0% ↓	2,1%	2,3% ↓
Spagna	2,1% ↑	2,1%	1,2%	1,4% ↓	3,7% ↑	3,5% ↓	2,4% ↑	2,8% ↓
Regno Unito	0,2% ↑	0,2% ↑	0,3% ↓	0,4%	7,3% ↓	7,3% ↓	2,9%	3,0% ↓
Svizzera	0,5% ↓	0,7% ↓	1,0% ↓	1,4%	2,1%	2,3%	1,6%	1,5%
Giappone	1,8% ↑	1,4% ↑	0,6% ↓	1,0%	3,0% ↑	3,0% ↑	1,6% ↑	1,7%
Cina	5,0% ↓	5,3% ↓	4,7% ↓	4,7% ↓	0,5% ↓	0,8% ↓	1,2% ↓	2,0% ↓

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 7 agosto 2023

Grafico del mese



Di recente i valori delle indagini condotte tra le aziende tedesche hanno continuato a peggiorare. L'industria, l'edilizia e il commercio sono deboli da tempo, ma ora il pessimismo si diffonde anche nei servizi. Secondo l'indagine ifo di agosto, la fiducia delle imprese è negativa anche in questo settore e il deterioramento riguarda sia la situazione attuale che le aspettative. L'indice dei responsabili degli acquisti dei servizi per il mese di agosto riflette questo clima e ora è ben al di sotto della soglia di crescita di 50 punti. Appare sempre più probabile che la Germania registri una crescita negativa anche nella seconda metà dell'anno.

Stati Uniti

La politica fiscale procede spedita

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 2,1%	2023: 1,9%
2024: 0,4%	2024: 0,6%

Di recente i dati economici dagli Stati Uniti hanno sorpreso in positivo. Dopo una crescita annualizzata del PIL del 2,4% nel T2, l'indicatore «GDP Now» della Fed di Atlanta indica persino un'accelerazione dell'espansione nel T3 dopo gli eccellenti dati di luglio sul commercio al dettaglio e sull'industria. Riteniamo che le cifre di luglio siano sovrastimate a causa di fattori particolari e prevediamo una crescita più debole nei prossimi trimestri e una recessione nel 2024 (un po' più tardi del previsto). Tuttavia, dagli ultimi dati emerge ancora una volta che è necessario più tempo del previsto affinché i rialzi dei tassi esercitino un effetto frenante. Lo ha sottolineato anche il presidente della Federal Reserve Jerome Powell nel suo discorso a Jackson Hole, il che ci sembra un'ulteriore indicazione che, in caso di nuova e inattesa accelerazione dell'economia USA, non si prevede un «atterraggio morbido», bensì ulteriori rialzi dei tassi per arginare i rischi d'inflazione. Un driver di crescita che abbiamo sottovalutato è la politica fiscale. Negli ultimi dodici mesi, la debolezza delle entrate fiscali nel 2023 e il contemporaneo aumento della spesa pubblica e dei costi degli interessi hanno causato un netto deterioramento del bilancio federale. La politica fiscale vanifica quindi gli sforzi della politica monetaria per contenere i rischi d'inflazione.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 4,0%	2023: 4,1%
2024: 2,8%	2024: 2,6%

A luglio, l'inflazione primaria è salita per la prima volta dal picco di giugno 2022, passando dal 3,0% al 3,2%. Ciò è dovuto soprattutto all'esaurirsi degli effetti base dell'energia. L'inflazione di fondo è scesa dal 4,8% al 4,7%, ma è ancora ben oltre l'obiettivo della banca centrale a causa della forte inflazione dei servizi. Dato che la recessione potrebbe iniziare un po' più tardi del previsto, il processo di disinflazione richiederà più tempo, il che spiega la nostra previsione d'inflazione più alta per il 2024.

Eurozona

Consumatori in soccorso?

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,5%	2023: 0,6%
2024: 0,6%	2024: 0,8%

Benché fortemente influenzata dai dati volatili dell'Irlanda, la crescita trimestrale del PIL dell'eurozona ha sorpreso in positivo nel T2 con il +0,3%. Italia, Portogallo, Austria, Lettonia, Cipro e Paesi Bassi hanno registrato una crescita negativa. I Paesi Bassi, la quinta economia dell'eurozona, si sono quindi ritrovati in una recessione tecnica nella prima metà dell'anno. L'eurozona ha iniziato il T3 con dati perlopiù negativi. L'indice dei responsabili degli acquisti dei servizi è sorprendentemente sceso sotto la soglia di crescita di 50 ad agosto. Preoccupa soprattutto la debolezza dei nuovi ordinativi. Malgrado la recente lieve ripresa, anche il PMI dell'industria rimane chiaramente in zona di contrazione. Per la seconda metà dell'anno prevediamo tassi di crescita dell'eurozona vicini o leggermente inferiori allo zero. Un certo sostegno potrebbe giungere dai consumi privati, in quanto i tassi d'inflazione più bassi e i salari ancora in aumento hanno un effetto positivo sul potere d'acquisto. Le indagini sulle economie domestiche mostrano quindi un maggiore ottimismo sulla situazione finanziaria prevista per il prossimo anno e i timori di disoccupazione restano relativamente contenuti. Tuttavia, i risparmi attesi aumentano più rapidamente delle spese previste per i grandi acquisti. Pertanto, non ci si può aspettare un boom dei consumi nei prossimi mesi.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 5,6%	2023: 5,5%
2024: 2,5%	2024: 2,5%

L'inflazione primaria dell'eurozona è scesa dal 5,5% al 5,3% a luglio. I prezzi dell'energia hanno di nuovo contribuito negativamente e gli apporti dei prezzi dei prodotti alimentari e dei beni hanno continuato a diminuire. Tuttavia, l'atteso allentamento delle pressioni sui prezzi dei servizi non si è ancora concretizzato e il loro contributo ha persino raggiunto nuovi massimi. Pertanto, l'inflazione di fondo, ferma al 5,5%, ora supera l'inflazione primaria e dovrebbe continuare a farlo fino a fine 2023.

Germania

La flessione continua

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: -0,4%	2023: -0,3%
2024: 0,2%	2024: 0,9%

Senza il contributo positivo della voce residuale «produzione in magazzino», l'economia tedesca si sarebbe contratta anche nel T2 2023. Solo gli investimenti hanno dato un apporto favorevole dopo due trimestri negativi. I consumi e le importazioni hanno ristagnato e le esportazioni sono diminuite. Rivediamo le nostre previsioni di crescita per il secondo semestre, in precedenza leggermente positive, e ci aspettiamo altri due trimestri di rallentamento economico a causa dei seguenti fattori. Innanzitutto, di recente il sentiment è peggiorato molto più del previsto anche nel settore dei servizi (cfr. grafico del mese). In secondo luogo, si sono moltiplicate le notizie negative sull'economia cinese. La Germania è particolarmente esposta in questo senso e al contempo risente della crescente concorrenza delle auto elettriche cinesi. Terzo, le recenti oscillazioni dei prezzi del gas dovute alle minacce di sciopero in Australia hanno dimostrato quanto la situazione sia fragile malgrado le scorte di gas storicamente elevate. In questo contesto incerto, la ripresa della produzione ad alta intensità energetica potrebbe subire ritardi. In quarto luogo, le indagini presso le economie domestiche mostrano che, sebbene le aspettative di reddito stiano migliorando grazie al calo dell'inflazione, le intenzioni di consumo rimangono basse e i timori di disoccupazione sono in aumento. Ciò significa che nei prossimi trimestri i consumi privati potrebbero offrire un sostegno minore del previsto.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 6,0%	2023: 6,0%
2024: 2,3%	2024: 2,6%

Dopo essere rimasta sopra il 6% a luglio, ora l'inflazione dei prezzi al consumo dovrebbe scendere sotto il 4% entro fine anno. A luglio i prezzi alla produzione sono scesi più del previsto, il che dovrebbe ridurre la pressione inflazionistica sui prezzi dei beni. Tuttavia, i prezzi dei servizi continuano a crescere in modo ostinato e neanche l'ultima indagine tra i responsabili degli acquisti dà segnali di cessato allarme: di recente i prezzi hanno persino ripreso a salire.

Francia

Una corsa ad ostacoli

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,7%	2023: 0,7%
2024: 0,8%	2024: 0,9%

Uno dei progetti di prestigio degli organizzatori delle Olimpiadi estive del 2024 a Parigi è migliorare la qualità dell'acqua della Senna. Come gli atleti olimpici, al momento l'economia francese è alle prese con una difficile corsa ad ostacoli. Secondo i primi rapporti, la crescita del PIL nel T2 2023 ha sorpreso in positivo, ma va considerata con cautela, in quanto potrebbe basarsi sulla consegna di un'unica grande nave passeggeri. Maggiori dettagli saranno disponibili solo il 31 agosto. L'analisi di un gran numero di indicatori, come le indagini sulle imprese o la valutazione dei consumatori sulla loro situazione economica, suggerisce chiaramente un rallentamento della dinamica economica. Con l'inizio dell'anno scolastico, un numero crescente di consumatori dichiara risparmi sul bilancio familiare. Quanto alle aziende, sempre più segnali indicano che anche i fornitori di servizi registrano un calo della domanda. Un barlume di speranza è rappresentato dalla stabilizzazione della fiducia delle imprese nell'industria e dal numero di annunci di lavoro pubblicati online. Restiamo dell'idea che l'economia francese nel suo complesso abbia vigore sufficiente per evitare una recessione, anche grazie ai grandi progetti infrastrutturali, non solo per i Giochi Olimpici, e agli effetti delle precedenti riforme del mercato del lavoro.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 4,8%	2023: 5,1%
2024: 2,1%	2024: 2,5%

Le nostre previsioni sull'inflazione si discostano notevolmente dal consensus. Ci aspettiamo che il calo dei prezzi alla produzione venga trasferito ai consumatori finali. Nelle vendite al dettaglio i principali fornitori hanno lanciato varie campagne, anche nel contesto di un'intesa tra i partner economici e con lievi pressioni del governo. Le nostre previsioni sono soggette a un rischio legato ai prezzi dell'energia, che di recente sono risaliti in tutti i settori.

Italia

Miracolo nell'edilizia

Grazie al boom economico post-pandemia, l'economia italiana ha creato molti posti di lavoro. Nel T1 2023 l'occupazione è aumentata di 297 000 unità rispetto al T4 2019. Tuttavia, gran parte della crescita occupazionale (244 000 unità) è dovuta al settore edilizio, che ha beneficiato di un'ondata di ristrutturazioni con agevolazioni fiscali. Come settore a monte, anche l'industria ha creato posti di lavoro (+99 000), mentre i servizi hanno quasi ristagnato (+13 000) e l'agricoltura ha perso lavoratori (-59 000). Un aspetto positivo del boom edilizio è che ha interessato l'intero Paese e che, in percentuale, l'occupazione nel sud e nel centro Italia è cresciuta più che nel nord. Un altro aspetto positivo è che, malgrado la natura presumibilmente temporanea del boom edilizio, molte persone hanno ottenuto contratti a tempo indeterminato, e uomini e donne ne hanno beneficiato in egual misura. Tuttavia, in base alla fascia d'età, è interessante notare che da fine 2019 l'occupazione è cresciuta soprattutto tra i 55-64enni e i 15-24enni, ma per questi ultimi solo tra gli uomini. Per le altre fasce d'età l'occupazione ha perlopiù ristagnato.

Spagna

Crescita positiva dei salari reali

A luglio il tasso d'inflazione in Spagna è sorprendentemente tornato a salire, raggiungendo il 2,1% rispetto all'anno precedente. Ciò è dovuto soprattutto al rincaro di benzina, generi alimentari e pacchetti vacanza. Malgrado l'aumento dell'inflazione, l'andamento dei salari reali in Spagna è tornato in territorio positivo dopo che nel 2022 il Paese aveva registrato uno dei più forti cali dei salari reali dell'eurozona. La netta flessione dell'inflazione e l'incremento dell'8% del salario minimo quest'anno hanno aiutato in questo senso. Anche la spesa dei consumatori, che è un importante driver di crescita, dovrebbe beneficiare del maggiore potere d'acquisto. Per il PIL spagnolo prevediamo quindi una crescita del 2,1% quest'anno, ben oltre la media dell'intera eurozona. Solo l'incertezza politica rende il quadro meno roseo. La formazione di un governo è resa più complicata dal risultato elettorale serrato. Il leader dell'opposizione Alberto Feijóo è stato incaricato di formare un governo, ma al momento non gode di sostegno sufficiente da parte degli altri partiti.

Svizzera

Flirt con la recessione

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,5%	2023: 0,7%
2024: 1,0%	2024: 1,4%

La prima stima della crescita del PIL del T2 sarà pubblicata solo dopo questa analisi, ma i dati disponibili finora suggeriscono un netto rallentamento della dinamica economica. A risentire del calo della domanda sono state soprattutto le esportazioni. La debolezza di due importanti mercati di esportazione, ossia la Germania e la Cina, trova già chiaro riscontro nelle statistiche sulle esportazioni dell'Ufficio federale della dogana e della sicurezza dei confini (UDSC). Su base annua, le esportazioni verso il gigante asiatico sono persino diminuite. Pertanto, vengono meno le speranze che la Cina acquisti slancio dopo l'abbandono della politica «zero Covid» alla fine del 2022. Anche nel settore dei servizi, i primi dati e i rapporti aneddotici indicano un andamento piuttosto deludente della stagione turistica. Nel complesso, all'inizio del trimestre in corso ciò si è tradotto in un ulteriore calo degli indici dei responsabili degli acquisti per l'industria, i servizi e le PMI orientate al mercato interno. Teniamo conto di questa tendenza e rivediamo al ribasso le nostre previsioni di crescita per i prossimi trimestri.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 2,1%	2023: 2,3%
2024: 1,6%	2024: 1,5%

Il calo dei tassi d'inflazione verso l'obiettivo della Banca nazionale svizzera si concluderà nella seconda metà dell'anno. I prezzi dell'energia, che di recente sono tornati a salire, fanno aumentare leggermente il rischio per le previsioni nel breve termine. Quanto ai prezzi dei beni, invece, il calo dei costi di importazione e di produzione dovrebbe essere trasferito ai consumatori finali. Per il 2024 entrano in gioco fattori particolari che per ora impediscono all'inflazione di scendere ancora. Tra questi figurano l'aumento degli affitti e dell'aliquota IVA, il rincaro dei trasporti pubblici e dei servizi postali, nonché i nuovi incrementi delle tariffe elettriche in molte località.

Regno Unito

Lieve raffreddamento in vista

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,2%	2023: 0,2%
2024: 0,3%	2024: 0,4%

A giugno l'attività economica ha nuovamente superato le aspettative. L'accelerazione della crescita è stata trascinata soprattutto dalla produzione industriale. Anche una ripresa tecnica rispetto a maggio, mese in cui un'ulteriore festività aveva distorto un po' il risultato al ribasso, ha favorito l'espansione del PIL a giugno. Con la crescita più sostenuta del previsto a giugno, anche l'aumento del PIL per il T2 2023 ha superato le nostre aspettative e quelle del mercato, attestandosi allo 0,2% rispetto al trimestre precedente. Abbiamo quindi rivisto leggermente al rialzo le nostre previsioni per l'intero 2023. Anche i consumi privati hanno contribuito alla crescita nel T2. Sembra che i costi di finanziamento più alti dopo l'aumento dei tassi non abbiano ancora avuto un forte impatto sul comportamento dei consumatori, forse anche grazie alla crescita dei salari ancora sostenuta di giugno. Con il calo dell'inflazione, ora anche la crescita dei salari reali è in territorio positivo, ma non ci aspettiamo che questa dinamica prosegua nella seconda metà dell'anno. Gli indici dei responsabili degli acquisti per la produzione industriale e per i servizi sono sotto la soglia di crescita di 50 punti. Soprattutto le componenti prospettiche evidenziano un netto deterioramento ad agosto. Anche il mercato del lavoro inizia a mostrare segni di debolezza: a giugno il tasso di disoccupazione è aumentato e il numero di posti di lavoro vacanti è diminuito.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 7,3%	2023: 7,3%
2024: 2,9%	2024: 3,0%

Anche a luglio l'inflazione primaria è molto diminuita, scendendo al 6,8% rispetto all'anno precedente. La flessione è ascrivibile soprattutto al calo delle bollette dell'energia domestica dopo l'abbassamento del tetto massimo dei prezzi dell'energia da parte dell'autorità di regolamentazione. L'inflazione di fondo è invece rimasta invariata al 6,9%. L'inflazione dei servizi rimane ostinatamente alta e complica il lavoro della Bank of England: prevediamo un altro rialzo dei tassi.

Cina

Nessuna ripresa all'orizzonte

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 5,0%	2023: 5,3%
2024: 4,7%	2024: 4,7%

La situazione economica della Cina non è migliorata neanche nell'ultimo mese. La produzione industriale di luglio ha ancora una volta deluso le aspettative e l'impatto della debolezza delle esportazioni e del settore immobiliare diventa sempre più evidente. Anche le vendite al dettaglio hanno registrato solo una crescita lenta a luglio. In particolare, si sono indebolite le aree direttamente collegate al settore immobiliare, come i mobili, i prodotti per la casa o gli articoli decorativi. Solo la crescita sostenuta della ristorazione ha sorpreso in positivo e gli ultimi dati relativi al settore immobiliare non mostrano alcuna ripresa. L'attività nel settore immobiliare ha continuato a contrarsi a luglio e all'inizio di agosto, e i prezzi degli immobili hanno continuato a scendere in tutte le regioni. La debolezza dei dati ha indotto la banca centrale cinese a tagliare nuovamente i tassi guida, ma questo intervento da solo non basta a stabilizzare l'economia del Paese. Il settore immobiliare ed edilizio rappresenta circa il 30% del PIL cinese, quindi è probabile che questo rallentamento abbia un forte impatto sull'economia nel suo complesso. La crescita dell'occupazione e dei salari dovrebbe indebolirsi, il che significa meno reddito disponibile per i consumi. Sono dunque indispensabili misure di stabilizzazione del settore immobiliare per arrestare il rallentamento dell'intera economia.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,5%	2023: 0,8%
2024: 1,2%	2024: 2,0%

Tuttavia, a nostro avviso, al momento è improbabile un intervento significativo del governo. Abbiamo quindi rivisto al ribasso le nostre previsioni di crescita per quest'anno. L'attuale debolezza della crescita emerge anche dai dati sull'inflazione. A luglio l'inflazione dei prezzi al consumo è rimasta in territorio deflazionistico, al -0,3%, mentre l'inflazione dei prezzi alla produzione è stata meno negativa rispetto a giugno.

Economic Research



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
✕ @MarcBruetsch



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



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



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



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



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.