

Febbraio 2024

## Messaggi chiave

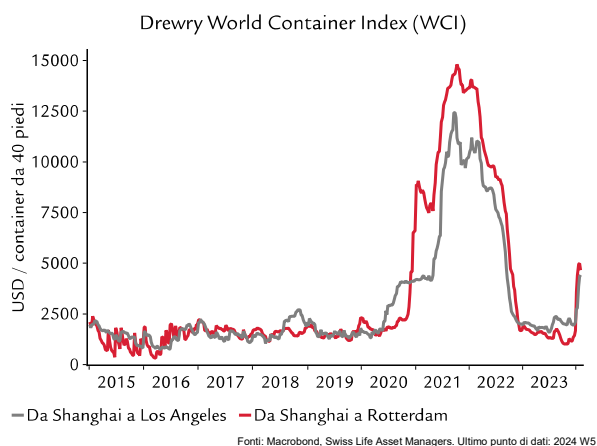
- Gli attacchi nel Mar Rosso fanno aumentare i costi di trasporto, ma i rischi d'inflazione sono contenuti
- Secondo i sondaggi, gli Stati Uniti hanno iniziato il 2024 meglio dell'Europa
- Cina: crescita debole e deflazione a causa della crisi immobiliare e del sentiment sottotono

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

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

## Grafico del mese



Il rapido aumento dei prezzi dei trasporti da dicembre dopo gli attacchi alle navi nel Mar Rosso riporta alla mente la pandemia e suscita timori d'inflazione. Tuttavia, diversi fattori smentiscono l'ipotesi di un rincaro dei beni altrettanto pronunciato. Dal lato dell'offerta, al momento non vi è una carenza globale di merci o di navi portacontainer. L'allungamento dei tempi di consegna è meno significativo e più pianificabile. Al contempo, la domanda di beni è in calo, mentre durante la pandemia è esplosa. Ciò potrebbe ridurre il potere di determinazione dei prezzi delle imprese. Ora monitoriamo soprattutto l'andamento dei prezzi alla produzione e delle importazioni.

## Stati Uniti

### Ripresa del sentiment

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 1,9%	2024: 1,4%
2025: 1,6%	2025: 1,7%

L'economia statunitense sembra sfidare la gravità e nel T4 2023 ha registrato una crescita sorprendentemente sostenuta, che ci ha indotto a rivedere al rialzo le previsioni per il 2024. Ancora una volta, tuttavia, i driver della crescita sono stati i consumi privati e pubblici, mentre gli investimenti hanno ristagnato. Da quando i toni della Federal Reserve sono cambiati a dicembre 2023, i tassi a lungo termine sono scesi e il sentiment delle aziende USA e soprattutto degli operatori del mercato immobiliare si è un po' risollevato. Anche la fiducia dei consumatori è migliorata grazie al calo dell'inflazione e al boom dei mercati azionari, ma la correlazione con i consumi effettivi è perlopiù bassa e continuiamo a prevedere un rallentamento dei consumi a causa del raffreddamento del mercato del lavoro e del calo dell'eccesso di risparmio. Quanto alla crisi di bilancio USA, ora i toni tra democratici e repubblicani sono più costruttivi. Il bilancio per il 2024 non è ancora stato finalizzato, ma se non altro i leader della maggioranza di entrambe le camere del Congresso hanno concordato un piano di spesa sullo stesso livello dell'anno scorso. Lo «shutdown del governo» potrebbe quindi essere evitato e, anziché il temuto freno fiscale, il risultato potrebbe essere un contributo neutro alla crescita dei consumi pubblici nel 2024.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,8%	2024: 2,6%
2025: 2,4%	2025: 2,3%

Il deflatore delle spese per i consumi di beni di base (il «Core PCE», che esclude alimentari ed energia) è aumentato di appena l'1,9% annualizzato nella seconda metà del 2023. Questa misura dell'inflazione viene monitorata attentamente dalla Federal Reserve e ha raggiunto l'obiettivo d'inflazione del 2%. L'andamento dell'inflazione nel 2024 dovrebbe fornire alla Federal Reserve il margine di manovra per i primi tagli dei tassi a partire da giugno, mentre i rischi d'inflazione sono orientati al rialzo per via del vigore dei consumi.

## Eurozona

### Inizio d'anno debole

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 0,4%	2024: 0,5%
2025: 1,0%	2025: 1,3%

Invece del lieve calo previsto, secondo la prima stima nel T4 2023 l'economia dell'eurozona ha ristagnato, sfuggendo a una recessione tecnica. Tuttavia, la tendenza generale si conferma debole. Anche i sondaggi d'inizio anno non mostrano netti miglioramenti. Malgrado la ripresa, l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per l'industria resta ben al di sotto della soglia di crescita di 50. Circa il 30% del miglioramento è dovuto anche all'aumento dei tempi di consegna, che però è ascrivibile agli attacchi nel Mar Rosso e quindi non va visto in una luce positiva. Il PMI dei servizi ha deluso le aspettative a gennaio, con un'accelerazione del calo dell'attività. Nel mese è peggiorata anche la fiducia dei consumatori, malgrado un leggero aumento dei salari reali nell'eurozona. Sembra quindi che l'eurozona abbia iniziato il nuovo anno con poco slancio, ma le ultime indagini tra le banche mostrano che le condizioni creditizie sono state inasprite solo leggermente e per i prossimi tre mesi gli istituti non prevedono un ulteriore calo della domanda di ipoteche e prestiti alle imprese. I primi segnali indicano quindi che la trasmissione del rialzo dei tassi attraverso il canale del credito ha lentamente raggiunto il picco. Un calo dei tassi nel corso del 2024 dovrebbe dare maggiore sollievo.

#### Inflazione

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

Per stimare l'inflazione la BCE vorrebbe attendere i dati sull'andamento dei salari a inizio anno. Un'indagine tra 70 aziende pubblicata a fine gennaio prevede una crescita dei salari del 4,4% nel 2024, a fronte del 4,6% atteso dalla BCE. I primi dati sui salari contrattuali di gennaio saranno pubblicati a febbraio per l'Italia e la Spagna e a marzo per la Germania; un indicatore basato sugli annunci di lavoro online di Indeed dovrebbe essere disponibile a metà febbraio. Ci aspettiamo un primo taglio dei tassi ad aprile.

## Germania

### Sentiment cauto

#### Crescita del PIL

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

Secondo le prime stime, la recessione tecnica è stata nuovamente evitata grazie a una revisione al rialzo della crescita allo 0% nel T3 2023. Tuttavia, nel T4 l'economia si è contratta dello 0,3%. A inizio 2024 i risultati delle indagini rimangono modesti. Sia l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) sia l'indagine ifo mostrano un lieve miglioramento, ovvero un calo meno rapido, del settore manifatturiero. In particolare, i nuovi ordinativi hanno continuato ad avvicinarsi alla soglia di crescita di 50. Nel settore dei servizi il sentiment ha invece continuato a deteriorarsi, a causa di una valutazione meno favorevole della situazione attuale (ifo) e di un'accelerazione del calo degli ordinativi (PMI). L'aumento dell'IVA per i ristoranti dal 7% al 19% a gennaio potrebbe spiegare in parte il sentiment più cupo. Un barlume di speranza giunge dalle aspettative più rosee delle imprese secondo il PMI. Nel settore edilizio, però, la situazione attuale e le attese hanno continuato a peggiorare. Dopo un leggero miglioramento nel mese precedente, a gennaio la fiducia dei consumatori è nuovamente diminuita e anche il miglioramento delle aspettative di reddito e degli acquisti importanti previsti per i prossimi dodici mesi ha avuto vita breve. Nel complesso, vediamo quindi rischi al ribasso per la nostra previsione di crescita (0%) per il T1 2024.

#### Inflazione

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

I dati sull'inflazione di dicembre 2023 e gennaio 2024 (non ancora disponibili mentre scriviamo) sono stati distorti al rialzo da effetti straordinari e una tantum. Tuttavia, nel complesso continuiamo a prevedere un calo della pressione inflazionistica. A dicembre i prezzi alla produzione sono scesi dell'8,6% rispetto all'anno precedente (una sorpresa al ribasso) e il PMI del settore manifatturiero continua a indicare un leggero calo dei prezzi malgrado l'aumento dei costi di trasporto a livello globale.

## Francia

### Addio crisi del potere d'acquisto

#### Crescita del PIL

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

Per la Francia ha inizio la fine della crisi del potere d'acquisto? Quest'anno vi sono buone probabilità che i salari reali delle famiglie francesi tornino ad aumentare per la prima volta dal 2021. In previsione di ciò, secondo l'indagine mensile dell'istituto statistico Insee la fiducia dei consumatori è in aumento da qualche tempo. Nel gennaio 2024 ha raggiunto il massimo dallo scoppio della guerra in Ucraina. In particolare, alla domanda se avessero in programma acquisti importanti per i prossimi dodici mesi le famiglie hanno risposto in modo sempre più positivo. Già nel dicembre 2023 il numero di automobili messe in circolazione era pari a quello di ottobre 2020. Oltre che dal miglioramento della fiducia dei consumatori, questa dinamica potrebbe essere stata favorita dall'allentamento delle strozzature dell'offerta dopo la pandemia. Oltre ad aumentare la spesa per i consumi, le famiglie possono anche risparmiare di più o rimborsare i loro debiti. La loro decisione dipenderà dalla sicurezza del lavoro e dall'andamento dei tassi. Nei prossimi mesi sarà opportuno vedere se i nuovi ordinativi indicano una ripresa della domanda. I dati di gennaio relativi al settore dei servizi puntano in questa direzione. Il superamento della crisi economica nel corso dell'anno è uno scenario realistico.

#### Inflazione

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

La stima preliminare dell'andamento dei prezzi al consumo per gennaio sarà disponibile solo dopo questo commento. Tuttavia, è opinione comune che la pressione inflazionistica abbia continuato ad attenuarsi. Nei prossimi mesi anche il rincaro dei prodotti alimentari rallenterà. Nella seconda metà dell'anno, l'inflazione dovrebbe quindi tornare sotto il 2%. A breve termine, i prezzi dell'energia sono un rischio al rialzo per le nostre previsioni d'inflazione per il 2024 e il 2025.

## Italia

### Potenziale non utilizzato

Nel T4 l'economia italiana ha sorpreso in positivo. Anziché ristagnare come previsto, il PIL è cresciuto dello 0,2% rispetto ai tre mesi precedenti, ma secondo l'istituto di statistica ciò deriva perlopiù dall'aumento delle esportazioni nette, mentre la domanda interna è diminuita nel T4. Le prospettive per il 2024 e il 2025 sono cautamente positive. Come nel resto d'Europa, le economie domestiche dovrebbero beneficiare di un lieve aumento dei salari reali e gli ultimi dati sul mercato del lavoro indicano un ulteriore miglioramento. La fiducia dei consumatori si è quindi leggermente ripresa. Il settore industriale si conferma debole. In particolare, se la fiducia delle imprese dovesse migliorare come previsto nel 2024 e 2025, il mercato del lavoro presenta ancora un potenziale di crescita non utilizzato. Nonostante il netto aumento dell'occupazione negli ultimi tre anni, nel T3 2023 il tasso di partecipazione alla forza lavoro in Italia nella fascia di età tra i 15 e i 64 anni era solo del 65%, molto al di sotto della media dell'eurozona del 74% (dati della Banca Mondiale).

## Spagna

### Sorprendente sprint finale

Nel T4 2023 l'economia spagnola è cresciuta più del previsto, dello 0,6%, il che spiega la nostra revisione al rialzo delle previsioni sul PIL del 2024. Secondo l'istituto statistico INE, oltre che dalla spesa pubblica, l'espansione è stata alimentata dai consumi privati. La Spagna è stata l'unico dei quattro grandi Paesi dell'eurozona a beneficiare di una crescita positiva dei salari reali già da giugno 2023. Le indagini mostrano anche che, rispetto ai parametri storici, le economie domestiche spagnole sono particolarmente disposte a fare acquisti importanti nei prossimi dodici mesi. Nel T4 2023 gli investimenti sono invece diminuiti. Tuttavia, di recente nel Paese non vi è stato un ulteriore inasprimento delle condizioni creditizie e gli investimenti nell'ambito del programma «NextGenerationEU» potrebbero annullare in qualche misura gli ostacoli posti dalla politica fiscale nel 2024. A gennaio l'inflazione è salita dal 3,3% al 3,4% e l'inflazione di fondo è scesa meno bruscamente del previsto dal 3,8% al 3,6%. Oltre alla graduale abolizione degli sgravi fiscali sull'energia, la sorpresa sul fronte dell'inflazione potrebbe derivare dalla maggiore ponderazione dei servizi.

## Svizzera

### In attesa della BNS

#### Crescita del PIL

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

La crescita economica dovrebbe continuare ad essere alimentata dalla notevole immigrazione netta. Gli ultimi dati della Segreteria di Stato della migrazione (SEM) indicano che in primavera la popolazione residente permanente potrebbe superare i nove milioni di persone. La nostra aspettativa di crescita dell'1% del prodotto interno lordo reale significa quindi che in termini pro capite l'economia ristagna. A parte fattori straordinari come la forte domanda turistica legata alle condizioni meteorologiche nelle località sciistiche o gli introiti delle licenze di associazioni sportive come CIO e UEFA per l'organizzazione delle Olimpiadi estive e del Campionato europeo di calcio, al momento mancano impulsi. A differenza dei Paesi vicini, quest'anno l'aumento dei salari reali contribuirà poco a stimolare la domanda interna. Per una ripresa della dinamica economica occorrerà quindi un aumento della domanda globale o una maggiore propensione all'investimento a livello nazionale. Tassi più bassi o un indebolimento del franco (o entrambi contemporaneamente) avrebbero un impatto positivo, ma dipendono tutti e due dalla Banca nazionale svizzera (BNS).

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 1,7%	2024: 1,5%
2025: 0,9%	2025: 1,2%

I dati relativi all'indice nazionale dei prezzi al consumo per gennaio non erano ancora disponibili alla stesura della nostra analisi. A nostro avviso, una serie di prezzi stabiliti a livello amministrativo e l'aumento dell'aliquota IVA potrebbero aver contribuito a far tornare temporaneamente il tasso d'inflazione oltre il 2%. Il fatto che i dati di dicembre abbiano già sorpreso al rialzo rende questa ipotesi ancora più plausibile. L'aumento di dicembre è ascrivibile ai prezzi più alti nel settore dei servizi. Osserviamo inoltre un nuovo rincaro del carburante e del gasolio da riscaldamento.

## Regno Unito

### Inflazione volatile

#### Crescita del PIL

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

In un certo senso, la recente revisione dei dati sul PIL britannico ha riscritto la storia: anziché allo 0,6%, nell'intero 2023 la crescita si è attestata ad appena lo 0,3%, che è comunque un risultato migliore di quanto temuto a inizio 2023. All'inizio del 2024, il quadro dell'economia britannica è contrastante. Gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) di gennaio indicano un ristagno dell'industria e, per la prima volta da gennaio 2023, le aziende hanno segnalato un peggioramento della situazione delle consegne. Il PMI dei servizi ha invece continuato a salire e, secondo l'indagine GfK, grazie all'inflazione più bassa e all'aumento dei salari reali la fiducia dei consumatori nel futuro ha raggiunto un livello che non si registrava dall'inizio del 2022. Tuttavia, anche le prospettive dei consumatori non sono tutte rosee. L'entità e i tempi degli attesi tagli dei tassi della Bank of England sono più incerti che negli altri Paesi, poiché l'inflazione nel Regno Unito rimane elevata e volatile (cfr. sotto). Inoltre, nella seconda metà del 2023 il mercato del lavoro ha subito un rallentamento. L'occupazione è quasi stagnante e il numero di posti vacanti è diminuito, ma con un impatto minimo sul tasso di disoccupazione. Nel complesso, ci aspettiamo una crescita debole soprattutto nella prima metà del 2024 e poi un'accelerazione a seguito dei primi tagli dei tassi.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 3,0%	2024: 2,7%
2025: 2,4%	2025: 2,2%

A dicembre l'inflazione britannica ha registrato un nuovo e inatteso aumento, dal 3,9% al 4,0%. Anziché scendere come previsto, l'inflazione di fondo è rimasta al 5,1%. L'inflazione dei prezzi dei beni sta diminuendo notevolmente, ma quella dei servizi ha raggiunto il 6,4%. L'inflazione è stata trainata, tra l'altro, dai prezzi molto volatili nel settore dei viaggi, ma i dati di dicembre hanno smorzato le aspettative di tagli dei tassi da parte della Bank of England.

## Cina

### Pressione deflazionistica

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 4,5%	2024: 4,6%
2025: 4,4%	2025: 4,3%

Nel 2023 l'economia cinese è cresciuta del 5,2%, un livello in linea con le aspettative e superiore all'obiettivo di crescita del governo di «circa il 5%». Tuttavia, i dati sottostanti hanno rivelato alcuni punti deboli. I prezzi hanno registrato il calo più prolungato dal 1999. Il deflatore del PIL, ossia la differenza tra il PIL nominale e quello reale, è diminuito per tre trimestri consecutivi, il che dimostra che l'economia era sottoposta a pressioni deflazionistiche. I motivi principali di questa debolezza sono due. Innanzitutto, i continui problemi del settore immobiliare. In secondo luogo, la scarsa fiducia dei consumatori innescata dalla flessione del mercato immobiliare. Ci aspettiamo che la debolezza del mercato immobiliare continui a frenare l'economia quest'anno, in quanto il governo cerca di ridurre ulteriormente gli investimenti per riequilibrare il mercato. Anche le vendite di immobili dovrebbero restare sotto tono, poiché non sarà facile ripristinare la fiducia nel settore. Pertanto, rivediamo al ribasso la nostra previsione sul PIL per il 2024, portandola al 4,5%. La nostra previsione di crescita del PIL del 4,4% nel 2025 è leggermente superiore al consensus in quanto riteniamo che, anche se gli investimenti immobiliari continueranno a rallentare, fino ad allora la domanda si sarà stabilizzata e il clima di mercato dovrebbe migliorare.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 1,0%	2024: 1,2%
2025: 1,9%	2025: 1,7%

L'anno scorso la Cina ha subito pressioni deflazionistiche per vari motivi: da un lato, la domanda nel complesso debole ha limitato il potere di determinazione dei prezzi delle aziende e, dall'altro, il Paese ha registrato un netto calo dei prezzi della carne di maiale e delle materie prime. L'anno prossimo questi fattori dovrebbero stabilizzarsi, riportando l'inflazione in territorio positivo.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Per informazioni più dettagliate vi invitiamo a visitare il nostro sito web [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)



#### 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.