

Marzo 2024

Messaggi chiave

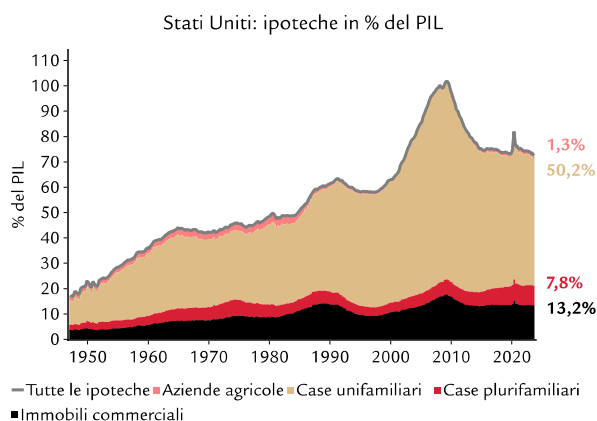
- La crisi degli immobili commerciali USA pesa sulle piccole banche, ma non prevediamo una crisi sistemica
- All’inizio del 2024 l’Europa meridionale si conferma più dinamica dei Paesi core dell’eurozona
- Cina: i viaggi nazionali raggiungono livelli record, ma la debolezza del settore immobiliare pesa sui consumi

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

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 12 febbraio 2024

Grafico del mese



Nei principali centri USA i prezzi degli immobili commerciali sono crollati. L’aumento dei tassi e soprattutto la sotto-occupazione dovuta all’home office hanno avuto un peso importante, ma alcuni aspetti smentiscono l’ipotesi di una nuova crisi finanziaria paragonabile a quella del 2008: (1) le ipoteche per immobili commerciali rappresentano solo il 18% del mercato totale e sono stabili in rapporto al PIL dal 2014; (2) il mercato delle ipoteche residenziali, molto più ampio, non dà segnali di debolezza; (3) la Federal Reserve e le autorità di vigilanza bancaria sono consapevoli del problema e probabilmente interverrebbero al minimo segnale di stress sistemico nel sistema bancario USA.

Stati Uniti

Piccole banche sotto pressione

Crescita del PIL

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

I primi dati sembrano confermare la nostra idea che il settore dei servizi statunitense abbia perso un po' di slancio a inizio 2024. A gennaio le vendite al dettaglio sono scese inaspettatamente e a febbraio l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) dei servizi si è leggermente indebolito da livelli solidi. Continuiamo a prevedere un certo rallentamento dell'economia USA nel 2024, ma non ci aspettiamo più una vera e propria recessione. Tuttavia, le grandi incognite del 2024 sono la crisi degli immobili commerciali USA e il suo potenziale impatto sull'economia reale. Secondo gran parte degli osservatori, la correzione potrebbe intensificarsi con i prossimi rifinanziamenti e con la scadenza dei contratti di locazione. Riteniamo che il rischio di una crisi sistemica sia basso (cfr. grafico del mese), ma è probabile che l'offerta di credito si deteriori, in particolare per le PMI. Sono soprattutto le banche regionali statunitensi ad essere esposte alle ipoteche commerciali e nel 2024 molti istituti saranno probabilmente alle prese con la ristrutturazione di tali mutui. Anche molte città le cui entrate fiscali dipendono in misura significativa dagli immobili commerciali risentono della correzione. Tuttavia, è improbabile che il settore edilizio ne soffra: l'edilizia commerciale rappresenta solo lo 0,4% circa del PIL e l'attuale debolezza sarà probabilmente più che compensata dal boom edilizio nelle infrastrutture e nell'industria.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,9%	2024: 2,6%
2025: 2,4%	2025: 2,2%

A gennaio i prezzi al consumo (CPI) negli Stati Uniti sono nettamente aumentati su base mensile. Soprattutto l'accelerazione nei servizi (esclusi energia e alloggi) è stata uno shock, ma è probabile che questa componente salga meno bruscamente nel deflatore della spesa al consumo (PCE), il vero obiettivo della Federal Reserve, che considera la spesa sanitaria in modo diverso. A questo proposito, riteniamo che sia ancora realistico aspettarsi tagli dei tassi negli Stati Uniti nel 2024.

Eurozona

Sono necessari più dati

Crescita del PIL

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

I dati attuali delineano un quadro contrastante riguardo ai possibili primi tagli dei tassi della BCE. L'attività resta debole, soprattutto nell'industria, e l'inflazione primaria si avvicina all'obiettivo del 2%, ma a gennaio l'inflazione di fondo dei servizi è rimasta ostinatamente alta, anche se per effetti una tantum in Germania. A febbraio, dopo sei mesi di contrazione, l'indice PMI dei servizi ha sorprendentemente raggiunto la soglia di crescita di 50 soprattutto grazie alla componente occupazionale, che riflette la solidità generale del mercato del lavoro. Proprio quest'ultimo è fonte di preoccupazione per la BCE riguardo all'andamento dei salari e di recente diversi membri del Consiglio direttivo hanno sottolineato la necessità di attendere ulteriori dati. I dati sui salari, però, sono disponibili solo con un certo ritardo. Nel T4 2023 i salari contrattuali sono saliti del 4,5% rispetto all'anno precedente: la crescita è stata inferiore a quella dei tre mesi precedenti, ma ancora troppo rapida. I salari contrattuali per il T1 2024 saranno pubblicati solo a maggio. Fino ad allora, l'attenzione si concentrerà sui dati salariali dei singoli Paesi (Spagna, Italia, Germania) e sul monitoraggio degli annunci di lavoro di Indeed. Inoltre, le revisioni delle previsioni della BCE a marzo potrebbero dare un'idea dei tempi del primo taglio dei tassi. Le attuali previsioni di crescita della BCE, pari allo 0,8% per il 2024 e all'1,5% per il 2025, sono superiori alle nostre.

Inflazione

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

Anche le previsioni d'inflazione della BCE, pari al 2,7% per il 2024 e al 2,1% per il 2025, sono superiori alle nostre ipotesi. Con revisioni al ribasso delle previsioni di crescita e inflazione dovrebbe essere possibile un taglio dei tassi ad aprile, se fino ad allora l'inflazione primaria continuerà a scendere e i dati salariali evidenzieranno la tendenza giusta. Tuttavia, diversi membri del Consiglio direttivo della BCE ritengono che il rischio di un taglio dei tassi troppo precoce superi quello di un allentamento troppo tardivo.

Germania

Ancora risparmio precauzionale

Crescita del PIL

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

La crisi degli immobili commerciali USA ha fatto parlare di sé anche in Germania, dato che alcune banche tedesche sono molto esposte a questo mercato. Non possiamo escludere gravi problemi a livello di singole banche, ma i rischi sistemici sembrano essere contenuti. Nello scenario di riferimento, non prevediamo una grave crisi di fiducia nel settore bancario né negli Stati Uniti né in Europa, dove il mercato degli immobili commerciali è meno in difficoltà. Tuttavia, l'industria tedesca rimane in crisi. A febbraio l'indice PMI ha sorpreso al ribasso con un'accelerazione del calo della produzione, dei nuovi ordinativi e dell'occupazione, il che ci ha indotto a rivedere al ribasso le nostre previsioni di crescita per il T1 2024. Dal settore dei servizi giungono segnali un po' più incoraggianti: di recente il calo è stato meno pronunciato e la componente occupazionale è rimasta solida. A febbraio la fiducia dei consumatori è leggermente migliorata e le aspettative di reddito sono salite notevolmente, ma ciò non trova ancora riscontro in un aumento delle intenzioni di spesa. Evidentemente, l'attuale situazione economica continua a indurre le persone a risparmiare in via precauzionale. Viste le difficoltà dell'economia tedesca, può sorprendere che proprio i due membri tedeschi del Consiglio direttivo della BCE rimangano particolarmente restrittivi.

Inflazione

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

A gennaio l'inflazione primaria è scesa dal 3,7% al 2,9%, avvicinandosi notevolmente all'obiettivo d'inflazione del 2%. L'inflazione di fondo si è dimostrata più ostinata ed è scesa dal 3,5% al 3,4%. I prezzi dei beni di base sono scesi rispetto al mese precedente, ma quelli dei servizi sono saliti notevolmente a causa dell'aumento dell'IVA. È probabile che l'inflazione di fondo rimanga superiore a quella primaria fino a fine anno, con cali temporanei al 2,1%.

Francia

Meno ostacoli nell'industria

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 0,6%	2024: 0,7%
2025: 1,0%	2025: 1,1%

Al momento non è facile descrivere la situazione dell'economia francese. L'indice PMI mostra la tendenza al rialzo prevista per l'industria e i servizi. L'ormai debole calo dei nuovi ordinativi nell'industria è incoraggiante e il ristagno della seconda metà del 2023 non trova ancora riscontro sul mercato del lavoro. Insieme all'aspettativa di un'ulteriore flessione dell'inflazione, ciò farebbe presagire la fine della crisi del potere d'acquisto e un aumento dei consumi privati. Tuttavia, il calo della fiducia dei consumatori nel gennaio 2024 smentisce questa previsione. Il motivo è forse la possibilità che la crescita dei salari nel 2024 risulti inferiore alle attese. Secondo un'indagine di Rexecode e del «Laboratoire d'idées pour les PME-ETI», i salari dovrebbero crescere del 2,6% nel 2024, a fronte del 3,4% dell'anno precedente. La politica fiscale rimane un'incognita: dopo lo stimolo fiscale leggermente positivo dell'anno scorso, il governo annuncia programmi di risparmio di cui è ancora difficile stimare la portata per il 2024. L'organizzazione delle Olimpiadi estive complica ulteriormente l'analisi. L'evento attirerà pubblico dalla Francia e dall'estero e l'entità del suo effetto netto dipenderà dalla misura in cui la popolazione e le imprese locali saranno impossibilitate a svolgere le loro attività quotidiane durante i mesi estivi.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,2%	2024: 2,5%
2025: 1,8%	2025: 1,9%

A gennaio il tasso d'inflazione è sceso al 3,1%, il valore più basso da gennaio 2022. Secondo le nostre previsioni, l'inflazione risulterà inferiore al 3% già a febbraio. Questa tendenza proseguirà per il resto dell'anno: ci aspettiamo un tasso d'inflazione inferiore al 2% nel T4 2024.

Italia

Salari reali in aumento

Secondo gli indici PMI, l'Italia ha iniziato il 2024 con più dinamismo rispetto a Germania e Francia, Paesi core dell'eurozona. Il PMI dell'industria ha continuato a salire e a gennaio ha superato la soglia di crescita. Tuttavia, nel settore la situazione appare disomogenea, con buoni dati sulla produzione nei settori chimico e farmaceutico e cifre nel complesso stagnanti nel resto dell'industria. Nei servizi i segnali sono più incoraggianti. Il PMI è tornato in territorio di crescita, grazie all'aumento della produzione e alle migliori aspettative aziendali e occupazionali. Nel 2024 i consumi dovrebbero beneficiare dell'aumento dei salari reali. Il tasso d'inflazione è inferiore all'1% da novembre 2023, mese in cui i salari orari sono aumentati del 2,7% rispetto all'anno precedente. A dicembre la crescita ha raggiunto il 7,9%, ma questo dato può essere ignorato in quanto in quel mese i dipendenti statali hanno ricevuto pagamenti una tantum che riguarderanno tutto il 2024. A differenza di Germania e Francia, per l'Italia non è indicata alcuna revisione al ribasso del PIL 2024 per via dei dati più favorevoli.

Spagna

Boom dell'elettronica

In Spagna, a gennaio l'indice aggregato dei responsabili degli acquisti è salito a 51,5 grazie ai miglioramenti nell'industria e ai dati ancora favorevoli del settore dei servizi. Ciò significa che l'economia spagnola è decisamente più dinamica della media dell'eurozona (48,9). Tra tutti i Paesi dell'eurozona che lo pubblicano, attualmente il PMI è più alto solo in Grecia (54,7). Nel 2023, i produttori di computer e apparecchiature elettroniche e ottiche hanno nettamente guadagnato terreno (27%), seguiti da riparazioni e installazioni di macchinari (10%) e prodotti chimici (8%). La flessione più marcata della produzione è stata registrata dal settore delle bevande (-12%), da editoria e stampa (-8%) e dalle case farmaceutiche (-7%). In questo contesto, è degno di nota il calo dell'inflazione di fondo dal 3,8% al 3,6% a gennaio, mentre l'inflazione primaria è salita dal 3,1% al 3,4% per via dell'aumento dell'imposta sull'energia e del netto rincaro degli alimenti lavorati. Agli inizi di marzo, la Spagna sarà il primo Paese a pubblicare i dati salariali di febbraio, che sono molto attesi.

Svizzera

L'inflazione sorprende al ribasso

Crescita del PIL

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

Come di consueto, i dati relativi al prodotto interno lordo svizzero per il T4 2023 saranno pubblicati solo il 29 febbraio, ossia dopo il termine per la redazione di questo commento. Secondo un recente sondaggio di Bloomberg, il consensus prevede una crescita moderata del PIL reale dello 0,1% rispetto al trimestre precedente. Ciò corrisponde esattamente alle nostre ipotesi. Salvo grosse sorprese, la crescita del PIL reale per l'intero 2023 dovrebbe quindi essere dello 0,7%. L'economia svizzera ha così evitato una recessione tecnica. Tuttavia, le osservazioni attuali mostrano che l'economia è ancora in stallo, soprattutto nel settore industriale. Il tasso di disoccupazione è in leggero aumento dall'estate 2023, soprattutto nei Cantoni più industrializzati dell'Arco giurassiano. Dopo una media del 2,0% nell'anno precedente, per il 2024 prevediamo un tasso di disoccupazione medio del 2,3%. Continuiamo ad aspettarci una ripresa ciclica verso metà anno, che dovrebbe essere resa possibile dai minori costi di finanziamento grazie al calo dei tassi e all'aumento dei salari reali nei Paesi vicini.

Inflazione

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

A gennaio il tasso d'inflazione ha sorpreso al ribasso. Anziché salire oltre il 2% come ci aspettavamo, il rincaro annuo è sceso all'1,3%. Questo calo ha indotto a sperare che la BNS tagliasse il tasso guida già a marzo, ma l'effetto dei passati aumenti degli affitti non trova ancora pieno riscontro nell'indice dei prezzi al consumo. Inoltre, secondo i dati attuali, gli affitti richiesti continuano a crescere e non si escludono ulteriori rialzi. Tra l'altro, l'aumento dell'aliquota IVA potrebbe essere trasferito alla clientela con un certo ritardo.

Regno Unito

Segnali positivi a inizio 2024

Crescita del PIL

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

I dati del PIL per il T4 2023 hanno deluso e confermano che nella seconda metà del 2023 il Regno Unito si trovava in recessione tecnica, definita come due trimestri consecutivi di flessione del PIL. Tuttavia, all'inizio del 2024 i segnali sono nel complesso positivi e confermano la nostra previsione cautamente ottimista di un ritorno del Regno Unito a una crescita modesta nel 2024. A febbraio, l'indice PMI dei servizi è stato in crescita per il terzo mese consecutivo (54,3) e soprattutto la situazione degli ordinativi e dell'occupazione continua a migliorare. A gennaio le vendite al dettaglio hanno registrato una ripresa sorprendentemente vigorosa da livelli molto bassi e, a giudicare dagli ultimi dati, il mercato del lavoro non sembra aver risentito della recessione tecnica. Da metà 2023 il tasso di disoccupazione ha ripreso a scendere ed è tornato sotto il 4%. Intanto, la crescita dei salari nominali è ancora sorprendentemente sostenuta, pari a circa il 6% rispetto all'anno precedente, e superiore all'inflazione. Nel 2024 gli aumenti dei salari reali dovrebbero portare a una leggera ripresa dei consumi privati, che finora sono stati deboli. Come nell'Europa continentale, il punto debole dell'economia britannica resta il settore industriale, che secondo i dati sulla produzione e le indagini non riesce ad acquistare slancio.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 3,0%	2024: 2,6%
2025: 2,4%	2025: 2,1%

Per una volta i dati sull'inflazione britannica non hanno riservato sorprese e a gennaio sono rimasti notevolmente stabili. L'inflazione primaria si è attestata al 4,0% e l'inflazione di fondo (esclusi alimentari ed energia) a ben il 5,1%. La crescita sostenuta dei salari implica che nei servizi (ad alta intensità di lavoro) l'inflazione, pari al 6,5% a gennaio, rimarrà probabilmente elevata.

Cina

Cresce il desiderio di viaggiare

Crescita del PIL

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

Durante i festeggiamenti per il nuovo anno la Cina ha comunicato cifre impressionanti. I dati sulla spesa per i consumi sono apparsi solidi e i viaggi nazionali hanno raggiunto la strabiliante cifra di 474 milioni, ossia il 19% in più rispetto al 2019, prima della pandemia. Tuttavia, le entrate turistiche per viaggio sono rimaste inferiori di circa il 10% rispetto al livello del 2019, a suggerire che, pur avendo ritrovato la voglia di viaggiare, la popolazione non è ancora tornata a spendere come prima ed esita a fare grandi acquisti. Ciò trova riscontro anche nei dati sui voli. I voli nazionali superano del 20% il livello del 2019, mentre quelli internazionali, più costosi, sono ancora oltre il 20% al di sotto di questo livello. Il motivo principale di questa ripresa incompleta è la debolezza del settore immobiliare, che pesa sulla fiducia dei consumatori. La Cina ha abbassato di 25 punti base il tasso guida per i prestiti quinquennali, che è il parametro di riferimento per i tassi ipotecari. Si tratta della riduzione più netta di sempre, segno che il governo è intenzionato a rallentare la tendenza al ribasso del mercato immobiliare. Tuttavia, questo taglio non riuscirà a stimolare le vendite di immobili, poiché il motivo della debolezza non sono i tassi ipotecari, che sono già ai minimi storici, ma una crisi di fiducia.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 0,7%	2024: 0,9%
2025: 1,9%	2025: 1,6%

A gennaio l'inflazione in Cina è stata più bassa del previsto, pari al -0,8%. Ci aspettiamo che torni in territorio positivo nel corso dell'anno, poiché i prezzi della carne di maiale, che hanno un peso importante nell'inflazione primaria, dovrebbero stabilizzarsi. Tuttavia, l'inflazione di fondo rimarrà bassa, poiché con ogni probabilità i prezzi associati al mercato immobiliare rimarranno contenuti.

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 Management SA 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.