

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

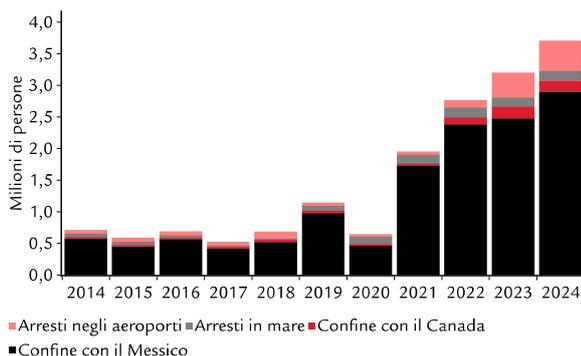
## Previsioni: un raffronto

	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](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 VII's gt 1, NO-0161 Oslo.