

Maggio 2024

## Messaggi chiave

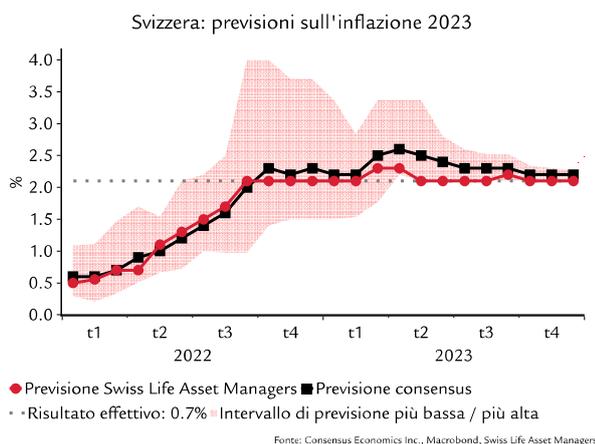
- Stati Uniti: crescita solida, dati sull'inflazione più alti, ma pressione salariale ancora in calo
- Europa: al momento i Paesi dell'Europa meridionale sono i fuoriclasse dell'Unione monetaria
- Cina: crescita sostenuta nel T1, ma la persistente debolezza del settore immobiliare fa presagire un declino

## 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	2,4% ↑	2,3% ↑	1,7%	1,7% ↑	3,3% ↑	2,9% ↑	2,4%	2,2%
Eurozona	0,3%	0,5%	1,0%	1,4% ↑	2,4% ↓	2,3%	2,0%	1,9% ↓
Germania	-0,2%	0,1%	1,0%	1,1%	2,3% ↑	2,4% ↓	1,9%	2,0% ↓
Francia	0,7%	0,7%	1,0%	1,3%	2,2% ↓	2,5%	1,7%	1,9%
Italia	0,7% ↑	0,7% ↑	0,8%	1,0%	1,3% ↓	1,6% ↓	1,9%	1,8% ↓
Spagna	1,5% ↑	1,7% ↑	1,5% ↓	1,8%	3,0% ↑	3,0%	2,1%	2,1% ↓
Regno Unito	0,3% ↑	0,3% ↑	1,0%	1,2% ↑	3,0%	2,5%	2,4%	2,2%
Svizzera	1,2%	1,2% ↑	1,0% ↑	1,6%	1,1% ↓	1,3% ↓	0,7% ↓	1,1%
Giappone	0,4%	0,6%	0,7%	1,2% ↑	2,2% ↑	2,4% ↑	1,5%	1,8% ↑
Cina	4,9% ↑	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, 8 aprile 2024

## Grafico del mese



Ogni anno Consensus Economics, leader mondiale nell'analisi delle previsioni economiche, premia la massima accuratezza delle previsioni. Anche per il 2023, Swiss Life Asset Managers ha conquistato il gradino più alto del podio del Forecast Accuracy Award per la Svizzera. Il grafico a fianco mostra l'andamento delle nostre previsioni d'inflazione per il 2023 da gennaio 2022: inizialmente lo shock inflazionistico in seguito all'attacco della Russia all'Ucraina ha reso necessarie correzioni regolari delle aspettative. Tuttavia, da ottobre 2022 le nostre previsioni leggermente inferiori al consensus sono state quasi un atterraggio di precisione.

## Stati Uniti

### Minore pressione salariale

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,4%	2024: 2,3%
2025: 1,7%	2025: 1,7%

Mentre scriviamo i dati ufficiali sul PIL del T1 non sono ancora disponibili, ma quelli già noti sull'attività indicano che dopo una brillante seconda metà del 2023 la crescita negli Stati Uniti si è stabilizzata intorno al 2% annualizzato. I consumi privati sono solidi in quanto le ottime vendite al dettaglio di marzo hanno compensato la debolezza di inizio anno, ma la produzione industriale evidenzia un andamento laterale da metà 2022. Tuttavia, per il T2 si delinea una ripresa: secondo gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) la situazione degli ordinativi è nel complesso migliorata da inizio anno. D'altro canto, la netta ripresa delle transazioni sul mercato immobiliare ha subito una battuta d'arresto già a marzo e le prospettive per il T2 sono meno rosee. Ciò è dovuto all'aumento degli interessi ipotecari, perché da inizio anno i mercati finanziari sono molto più pessimisti riguardo ai tagli dei tassi guida. Il mercato del lavoro si conferma un importante barlume di speranza per la Federal Reserve, poiché la pressione salariale continua a diminuire. Il numero di posti di lavoro vacanti è in calo e rispetto agli anni scorsi le persone sono meno propense a cambiare lavoro. Se le previsioni di un'immigrazione record per quest'anno si concretizzeranno, potremmo osservare uno «shock positivo dell'offerta» per l'economia, ossia positivo per la crescita e l'occupazione, ma senza un aumento della pressione salariale.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 3,3%	2024: 2,9%
2025: 2,4%	2025: 2,2%

I dati sull'inflazione di marzo hanno continuato a destare preoccupazione: rincaro dell'energia, nessuna attenuazione dell'inflazione dei costi di abitazione e netto aumento dei premi delle assicurazioni auto, che ora sono uno dei principali driver d'inflazione. Gli effetti di recupero post-pandemia sembrano essere all'opera (prezzi delle auto più alti, normalizzazione delle distanze percorse) e si pensa che la pressione sui prezzi diminuirà al più tardi l'anno prossimo.

## Eurozona

### L'Europa meridionale vola

#### Crescita del PIL

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

Nel complesso, da inizio anno l'andamento dell'eurozona è stato in linea con le nostre aspettative. I Paesi dell'Europa meridionale, soprattutto Italia e Spagna, si stanno dimostrando veri fuoriclasse. Gli indici PMI di marzo per l'Italia e la Spagna hanno superato la soglia di crescita di 50 sia per il settore dei servizi che per quello manifatturiero, rivelandosi più solidi del previsto. Gli stessi indicatori per la Francia e la Germania erano ancora sotto 50. I dati di aprile, che mentre scriviamo sono disponibili solo per Francia e Germania, mostrano se non altro un ulteriore miglioramento del sentiment nei servizi. Ciò significa che il settore manifatturiero deve ancora recuperare terreno rispetto ai servizi. I primi segnali incoraggianti sono giunti dalla Germania, dove la produzione industriale di febbraio ha sorpreso in positivo. Si osserva una schiarita anche sul fronte dei consumi. Il leggero aumento della quota di risparmio indica che vi è ancora un margine di miglioramento. Nell'eurozona la fiducia dei consumatori è aumentata costantemente negli ultimi mesi, ma è ancora sotto la media di lungo periodo. Tuttavia, ci aspettiamo un'ulteriore crescita dei salari reali grazie al calo dell'inflazione. Nei prossimi mesi ciò dovrebbe dare ulteriore impulso alla fiducia dei consumatori e alla spesa delle economie domestiche.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,4%	2024: 2,3%
2025: 2,0%	2025: 1,9%

I dati sull'inflazione di marzo sono stati incoraggianti. L'inflazione primaria è stata del 2,4% rispetto all'anno precedente. Anche l'inflazione di fondo ha continuato a scendere al 2,9%. Ciò significa che l'obiettivo del 2% della Banca centrale europea (BCE) è a portata di mano. Ci aspettiamo che la BCE sia pronta a tagliare i tassi per la prima volta in questo ciclo nella prossima riunione di giugno, aspettativa condivisa anche dal mercato.

## Germania

### Dati incoraggianti dall'edilizia

#### Crescita del PIL

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

Dai dati sull'attività di febbraio è emerso un quadro eterogeneo. Le vendite al dettaglio sono scese dello 0,4% rispetto al mese precedente, mentre ci si aspettava un aumento dello 0,5%. Il calo è stato particolarmente pronunciato nell'e-commerce, che continua a normalizzarsi ma supera ancora dell'8,4% il livello pre-pandemia. Anche le vendite di carburanti e alimentari sono nettamente diminuite. La produzione industriale, invece, ha sorpreso in positivo, con forti aumenti nell'edilizia e nei settori ad alta intensità energetica. Ciò significa che la produzione nell'edilizia è tornata per la prima volta oltre il livello di giugno 2022 prima dell'inizio del ciclo di rialzi dei tassi della BCE. Ancora meno visibile è la ripresa dei permessi di costruzione, anch'essi leggermente aumentati a febbraio ma che rimangono circa il 40% sotto il livello di giugno 2022. Secondo l'indagine ifo, le imprese edili restano pessimiste malgrado il lieve miglioramento, soprattutto nel settore degli immobili a uso abitativo. Tuttavia, gli imminenti tagli dei tassi da parte della BCE dovrebbero dare ulteriore sollievo. Ad aprile l'indice PMI per l'industria ha deluso le aspettative, ma i dati dovrebbero migliorare nei prossimi mesi. Segnali positivi arrivano già dal settore dei servizi, il cui PMI ha raggiunto i massimi da luglio 2023.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,3%	2024: 2,4%
2025: 1,9%	2025: 2,0%

L'inflazione primaria è diminuita ancora al 2,2% a marzo, mentre l'inflazione di fondo è scesa meno, al 3,2%. Su base destagionalizzata, i prezzi dei servizi sono saliti meno del previsto rispetto al mese precedente, ma continuiamo a vedere una certa tenacia, ad esempio negli indici dei prezzi del PMI dei servizi. I prezzi dei beni di base destagionalizzati sono persino diminuiti per la prima volta da aprile 2021. Non prevediamo ulteriori cali mensili dei prezzi dei beni. L'inflazione primaria potrebbe risalire leggermente a causa della normalizzazione dell'IVA.

## Francia

### Inflazione: presto sotto il 2%

#### Crescita del PIL

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

Di recente ha fatto scalpore la notizia che il disavanzo pubblico della Francia per il 2023 ammonta al 5,5% del prodotto interno lordo. Lo stimolo fiscale derivante da questo aumento del disavanzo pubblico spiega la crescita sostenuta registrata dall'economia francese rispetto a quella tedesca l'anno scorso. Da tempo un elemento centrale delle nostre previsioni per il 2024 è che la politica fiscale avrà un effetto frenante. Con un rapporto debito/PIL del 111%, la Francia è molto lontana anche dal secondo parametro di Maastricht. Il Presidente Macron punta ancora a portare il deficit sotto il 3% entro il 2027, ma per lui e per il Primo Ministro Gabriel Attal l'aumento delle tasse per consolidare il bilancio rimane un tema tabù. Tuttavia, per l'anno in corso sono già stati annunciati tagli alla spesa. Continuiamo a prevedere una ripresa del ciclo economico, che dovrebbe dare un certo sollievo in termini di entrate fiscali. Queste ultime, infatti, fino a febbraio hanno superato il risultato del 2023. Resta da vedere se questa tendenza proseguirà. Tuttavia, gli altri indicatori economici disponibili da allora segnalano un miglioramento delle condizioni economiche. In particolare, la fiducia dei consumatori è aumentata notevolmente alla fine del T1.

#### Inflazione

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

Secondo un sondaggio del fornitore di dati Bloomberg, a marzo il tasso d'inflazione è stato ben al di sotto delle aspettative. Il dato del 2,3% è inferiore di ben lo 0,7% rispetto a quello del mese precedente. Questo calo è ancora più impressionante perché gli effetti stagionali dovuti alla Pasqua «bassa» avrebbero fatto presagire piuttosto una tendenza al rialzo. Nonostante il nuovo rincaro dell'energia, l'obiettivo del 2% è sempre più vicino. Secondo le nostre proiezioni, nel T3 il tasso d'inflazione scenderà sotto il 2% per la prima volta dall'agosto 2021.

## Italia

### Industria: inversione di tendenza

A marzo, tutti i dati hanno di nuovo segnalato che l'Europa meridionale, Italia compresa, è più dinamica rispetto ai cosiddetti «Paesi core» dell'eurozona, come Germania e Francia. Anche il ciclo industriale sembra essere più avanzato: per la prima volta da un anno, nell'indagine sull'indice PMI di marzo 2024 la maggioranza relativa delle aziende industriali ha citato un miglioramento della produzione e della situazione degli ordinativi. Per i servizi, il sottoindice dei nuovi ordinativi ha persino raggiunto il massimo dall'agosto 2021. È incoraggiante che il prevedibile calo dello slancio del settore edilizio dovuto alla riduzione degli incentivi del «Superbonus» venga apparentemente assorbito dal settore dei servizi. Quanto all'occupazione, la flessione nell'edilizia è stata più che compensata dal settore dei servizi e a fine 2023 l'occupazione totale ha raggiunto i massimi storici. Il calo dell'inflazione in Italia è stato sorprendentemente netto anche a marzo 2024 e sostiene il potere d'acquisto. Nel complesso, abbiamo rivisto leggermente al rialzo le previsioni di crescita per il 2024 e al ribasso quelle d'inflazione.

## Spagna

### Settore industriale solido

La Spagna evidenzia una dinamica simile a quella dell'Italia. I dati economici delineano un quadro solido. Mentre scriviamo l'indice PMI di aprile non è ancora disponibile per la Spagna, ma i dati per i primi tre mesi dell'anno indicano un andamento sostenuto nei servizi e nell'industria, che è ancora in stallo nell'intera eurozona. Il PMI per l'industria in Spagna si è attestato a 51,4 a marzo (46,1 nell'eurozona), ben oltre la soglia di crescita di 50. Le componenti più solide dietro il dato complessivo sono state la «produzione futura» e l'«occupazione». Questa dinamica trova riscontro anche nei dati della produzione industriale, che a gennaio e a febbraio è cresciuta di circa lo 0,6% rispetto al mese precedente. Si tratta di segnali positivi, che indicano che questa tendenza potrebbe proseguire oltre il T1. Abbiamo quindi rivisto al rialzo le nostre previsioni di crescita del PIL per quest'anno all'1,5%.

## Svizzera

### Il commercio estero rallenta

#### Crescita del PIL

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

A posteriori, diversi dati economici hanno confermato alla Banca nazionale svizzera (BNS) che l'inatteso taglio dei tassi di marzo è stato la decisione giusta. L'istituto aveva esplicitamente motivato l'intervento di politica monetaria con la necessità di sostenere l'economia. I dati dell'Ufficio federale della dogana e della sicurezza dei confini mostrano, ad esempio, che le esportazioni di otto degli 11 gruppi di merci registrati nel T1 sono diminuite rispetto al trimestre precedente. Questi dati corroborano la nostra ipotesi di fondo, secondo cui gli stimoli alla domanda da parte della Cina continueranno a non dare risultati. Anche i dati destagionalizzati relativi alle vendite di automobili mostrano che i consumi interni restano deboli. Le nuove immatricolazioni sono scese del 4,8% rispetto al trimestre precedente. Oltre a queste cifre sull'economia reale, a marzo i risultati delle indagini PMI nell'industria, nei servizi e nelle piccole e medie imprese sono rimasti sotto la soglia di crescita di 50 punti. Se non altro, la fiducia dei consumatori è leggermente migliorata a marzo. Ci aspettiamo che nei prossimi trimestri la domanda venga stimolata dall'aumento dei salari reali e da condizioni di finanziamento più favorevoli per lo sviluppo di progetti e gli investimenti in attrezzature. Tuttavia, rispetto al consensus per il 2025, le nostre previsioni rimangono solo cautamente ottimiste.

#### Inflazione

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

Anche i dati sull'inflazione confermano l'opinione della BNS sulla necessità di una svolta nella politica monetaria. A marzo, il tasso d'inflazione era pari all'1,0% e quindi esattamente a metà della fascia obiettivo della BNS, compresa tra lo 0% e il 2%. L'aumento dei prezzi dell'energia e degli affitti farà salire leggermente il rincaro annuo fino a luglio. Entro fine anno, tuttavia, il tasso d'inflazione dovrebbe essere di poco inferiore all'1%.

## Regno Unito Sulla via del ritorno

### Crescita del PIL

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

La crescita mensile del PIL di febbraio ha confermato che il Regno Unito sta uscendo dalla recessione tecnica della seconda metà del 2023. Il PIL mensile è cresciuto dello 0,1% a febbraio rispetto al mese precedente, spinto soprattutto dalla ripresa del settore manifatturiero. Tuttavia, i primi dati economici di marzo, in particolare le vendite al dettaglio, hanno leggermente deluso. Anche gli indici PMI di aprile indicano un rallentamento, almeno per il settore industriale. Ciononostante, rivediamo leggermente al rialzo la nostra previsione di crescita del PIL per il 2023 allo 0,3%, poiché i primi due mesi dell'anno hanno superato le nostre aspettative. Gli ultimi dati sul mercato del lavoro delineano un quadro eterogeneo. Da un lato, la crescita dei salari nel settore privato è rimasta sempre elevata e, dall'altro, il quadro occupazionale è apparso più debole. Il tasso di disoccupazione è salito sorprendentemente dal 4,0% al 4,2%, mentre il numero di posti vacanti ha continuato a diminuire. Tuttavia, i dati mensili sulla crescita e le indagini sulle imprese segnalano un miglioramento del contesto economico nel Regno Unito, il che dovrebbe sostenere il mercato del lavoro e mantenere alta la crescita dei salari. Insieme ai dati sull'inflazione, questo rimarrà un indicatore importante per la Bank of England (BoE) per iniziare a tagliare i tassi.

### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 3,0%	2024: 2,5%
2025: 2,4%	2025: 2,2%

A marzo l'inflazione, pari al 3,2% rispetto all'anno precedente, ha superato le aspettative. Soprattutto l'inflazione dei servizi è rimasta ostinatamente alta. Le aspettative del mercato su eventuali tagli dei tassi da parte della BoE sono slittate notevolmente nell'ultimo mese. Il mercato ora si aspetta la prima riduzione ad agosto (rispetto a giugno di un mese fa). Per la BoE, i dati sull'inflazione di aprile e maggio saranno un indicatore importante per capire se la pressione sui prezzi sta diminuendo in modo duraturo.

## Cina Picco raggiunto

### Crescita del PIL

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

Nel T1 l'economia cinese ha registrato una crescita sostenuta del 5,3%, ben oltre le nostre aspettative. Questo dato positivo è riconducibile a due fattori principali. Innanzitutto, il 2024 è stato il primo anno dal 2019 in cui il Capodanno cinese è stato celebrato senza restrizioni anti-Covid. Di conseguenza, l'enorme domanda repressa di viaggi e spese legate a questa ricorrenza ha fatto aumentare i consumi. Inoltre, lo Stato ha promosso notevolmente l'industria manifatturiera e i progetti infrastrutturali, mentre la tenuta dell'economia statunitense e dei mercati emergenti ha sostenuto le esportazioni cinesi. Alla luce di questa crescita inaspettatamente vigorosa, abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni annuali per il 2024 dal 4,5% al 4,9%. Tuttavia, riteniamo che la crescita sequenziale abbia raggiunto il picco nel trimestre in corso e che per il resto dell'anno risulterà inferiore. Gli indicatori mensili di marzo segnalano già un rallentamento, in particolare per quanto riguarda le vendite al dettaglio e la produzione industriale. Inoltre, gli indicatori immobiliari nelle aree degli investimenti, delle vendite e dei prezzi hanno continuato a scendere e non prevediamo un miglioramento significativo nel prossimo futuro. Questo dovrebbe mantenere la fiducia dei consumatori su un livello basso.

### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 0,8%	2024: 0,8%
2025: 1,9%	2025: 1,6%

L'inflazione cinese di marzo, pari ad appena lo 0,1%, è stata inferiore alle nostre aspettative. Allo stesso tempo, i prezzi alla produzione sono rimasti in territorio deflazionistico per via della debolezza della domanda e della capacità in eccesso in vari settori. Ciò significa che la Cina sosterrà la tendenza disinflazionistica globale attraverso il calo dei prezzi dei beni.

## 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

**Consensus Economics**  
**Forecast Accuracy**  
**Award Winner**  
**Switzerland 2023**

**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.