

Settembre 2024

Messaggi chiave

- Stati Uniti: i dati sul mercato del lavoro potrebbero suscitare nuovi timori di recessione nei prossimi mesi
- Europa: il settore industriale mostra segni di debolezza a causa di problemi ciclici e in parte strutturali
- Cina: il sostegno del governo al settore immobiliare in difficoltà rimarrà limitato

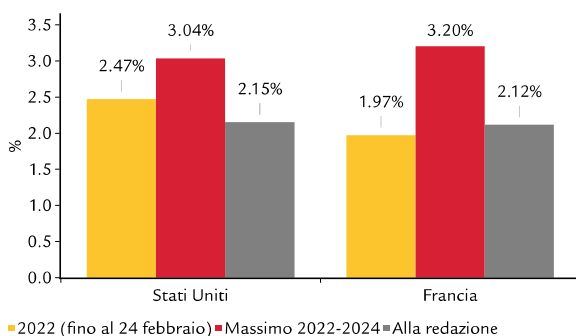
Previsioni: un raffronto

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

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 15 agosto 2024

Grafico del mese

Aspettative d'inflazione implicite nel mercato
Tasso d'inflazione «di pareggio» in media nei prossimi 10 anni



Fonti: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo data point: 27.08.2024

L'obiettivo dell'inasprimento monetario a opera delle banche centrali dalla primavera 2022 era, da un lato, contenere le pressioni inflazionistiche nell'immediato e, dall'altro, tornare ad ancorare saldamente le aspettative d'inflazione a lungo termine. Queste ultime si evincono dai prezzi di mercato nei Paesi che hanno in circolazione obbligazioni indicizzate all'inflazione. Subito prima della guerra in Ucraina, sia negli Stati Uniti che in Francia il cosiddetto tasso d'inflazione di pareggio per i dieci anni successivi era vicino all'obiettivo d'inflazione della banca centrale. Dopo un'impennata, le aspettative d'inflazione si sono nuovamente normalizzate.

Stati Uniti

Si parla ancora di recessione

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,5%	2024: 2,5%
2025: 1,6%	2025: 1,7%

A inizio agosto, i dati deludenti sul mercato del lavoro USA hanno suscitato forti timori di recessione che hanno scatenato una breve ondata di vendite sui mercati (cfr. il nostro commento flash dell'8 agosto). Da allora le preoccupazioni si sono attenuate, soprattutto grazie ai dati economici positivi. A luglio le vendite al dettaglio sono aumentate più del previsto e ad agosto l'S&P Global Purchasing Managers' Index (PMI) dei servizi si è situato oltre la soglia di espansione per il terzo mese consecutivo. Tuttavia, riteniamo che i timori di recessione si risveglieranno periodicamente. Il previsto rallentamento dell'economia statunitense si è concretizzato e ci aspettiamo un ulteriore aumento del tasso di disoccupazione nei prossimi mesi dall'attuale 4,3% al 4,7% a fine 2025, un livello che non è previsto né dalla Federal Reserve (che per fine 2025 si aspetta il 4,1%) né dal consensus (4,2% in media per il 2025). La minore crescita dei consumi induce le aziende a concentrarsi sull'efficienza: vi sono meno posti di lavoro vacanti e nel PMI di agosto i fornitori di servizi hanno segnalato un calo dell'occupazione, malgrado gli ordinativi solidi. Secondo le indagini, i consumatori sono sempre più preoccupati per la situazione sul mercato del lavoro. Per contrastare il rischio di una spirale negativa che potrebbe culminare in una recessione, il presidente della Federal Reserve ha ventilato la prospettiva di un primo taglio dei tassi a settembre.

Inflazione

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

I dati sull'inflazione di luglio hanno dimostrato che i netti cali dell'inflazione dei due mesi precedenti erano anomali. I costi degli alloggi e i premi delle assicurazioni auto sono tornati a salire: ci aspettiamo un loro calo significativo entro il 2025. L'inflazione debole dei servizi ciclici dovrebbe dare alla Fed il via libera per procedere alla normalizzazione della politica monetaria.

Eurozona

Indebolimento dell'industria

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 0,7%	2024: 0,8%
2025: 1,0%	2025: 1,3%

Nell'eurozona la produzione industriale è ancora sotto i livelli pre-pandemia. Anche i dati di indagini come gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI), attualmente deboli, indicano un certo pessimismo nell'industria. Da un lato, la continua debolezza è dovuta a fattori ciclici: ad esempio, le aziende stanno ancora riducendo le scorte in eccesso accumulate durante il boom della domanda dopo la pandemia. A ciò si aggiunge la debolezza della domanda dei consumatori cinesi, che si fa sentire soprattutto in Germania. Inoltre, la ripresa dei consumi è ancora debole e penalizza la domanda interna di produzione industriale. I tassi d'interesse più elevati continuano a influire negativamente sulla spesa e sugli investimenti, ma a nostro avviso nel prossimo futuro gran parte di questi problemi ciclici si risolverà e osserveremo se non altro una stabilizzazione della produzione industriale nell'eurozona. Tuttavia, la continua debolezza dell'industria solleva la questione dei problemi strutturali del settore. Come il resto dell'economia, l'industria risente di problemi strutturali più ampi, come l'invecchiamento della forza lavoro. Nel settore si nota anche un visibile spostamento verso prodotti altamente specializzati, che però, a nostro parere, dovrebbe ridurre soprattutto i volumi, non il valore aggiunto.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,5%	2024: 2,4%
2025: 2,1%	2025: 2,0%

A luglio nell'eurozona l'inflazione primaria è salita leggermente dal 2,5% al 2,6%, mentre l'inflazione di fondo è rimasta ferma al 2,9%. L'inflazione è scesa in molte componenti del paniere dei beni di base, ma ciò è stato compensato da un suo aumento nell'abbigliamento: a luglio in Italia i prezzi dell'abbigliamento sono scesi meno del solito in questo periodo.

Germania

In ginocchio, ma non al tappeto

Crescita del PIL

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

L'industria tedesca sta senz'altro affrontando un gran numero di sfide. Se durante la pandemia la produzione è diminuita a causa delle strozzature di offerta e manodopera, ora il principale limite è la debolezza della domanda. Gli ordinativi non sembrano sufficienti, specie per le esportazioni. Gli svantaggi della Germania, come il costo del lavoro elevato e le alte tasse sulle imprese, sono noti da tempo. Dal 2021 i prezzi dell'energia, ancora molto più alti che negli Stati Uniti, hanno inasprito la concorrenza e presto dovremmo osservare un calo della forza lavoro più rapido che altrove. Tuttavia, ci aspettiamo una stabilizzazione della produzione industriale in termini ciclici per tre motivi. Innanzitutto, la produzione nei settori ad alta intensità energetica è di nuovo in aumento. In secondo luogo, anche i permessi di costruzione sembrano aver toccato il punto di minimo e il settore edilizio dovrebbe essere il primo a beneficiare del calo dei tassi. Terzo, la debolezza della produzione deriva in parte dalla normalizzazione delle scorte, che dovrebbe gradualmente concludersi. I timori di deindustrializzazione ci sembrano troppo pessimistici anche dal punto di vista strutturale. La tendenza al ribasso a lungo termine dell'occupazione nel settore manifatturiero è proseguita e i volumi prodotti sono in calo dal 2017, ma finora il valore aggiunto lordo è rimasto sorprendentemente costante. Ciò significa che si producono meno beni, ma di qualità superiore, il che trova riscontro anche nell'aumento dell'occupazione nei settori in questione.

Inflazione

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

Come previsto, a luglio l'inflazione è salita leggermente, passando dal 2,2% al 2,3%, ma ci aspettiamo che ad agosto torni per la prima volta in corrispondenza dell'obiettivo del 2% della banca centrale. Tuttavia, l'inflazione dei servizi persiste. Pertanto, non prevediamo che l'inflazione di fondo scenda al 2% prima del 2025.

Francia

Record ovunque si guardi

Crescita del PIL

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

Ora anche la Francia ha la sua favola estiva. Le Olimpiadi sono state la vetrina perfetta per la creatività francese e persino le acque della Senna sono state sufficientemente pulite per la caccia alle medaglie. Gli osservatori degli eventi economici e politici cercano invece di orientarsi in acque torbide: non si sa ancora quale rappresentante di quale schieramento sarà nominato Primo ministro dal presidente Macron. Non sorprende che a luglio l'indice pubblicato da un gruppo di ricerca americano sul livello di incertezza economica in Francia sia salito bruscamente. Gli indicatori economici più noti sono stati distorti dal maxi-evento sportivo: ad agosto l'indice PMI per l'industria è crollato, anche a causa di un netto calo degli ordinativi interni. Nello stesso mese, il medesimo indicatore per i servizi è balzato ai massimi da maggio 2022. Di conseguenza, il divario tra i due settori è più ampio che mai. Ciò significa che i nuovi record non si vedono solo negli stadi, ma anche in alcuni dati economici. Secondo le stime dell'ufficio statistico INSEE, l'effetto netto dei Giochi olimpici sulla crescita del PIL nel trimestre in corso è stato dello 0,3%. Nei prossimi trimestri anche il settore edilizio e i consumi delle economie domestiche dovrebbero avere effetti positivi sulla crescita economica, grazie al calo dei costi di finanziamento e all'aumento dei salari reali.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,1%	2024: 2,3%
2025: 1,4%	2025: 1,8%

Le aspettative d'inflazione degli investitori (cfr. pagina 1) e dei consumatori sono di nuovo ben ancorate. Secondo un'indagine della BCE, le economie domestiche francesi si aspettano un aumento dei prezzi medio del 2,0% nei prossimi tre anni. Nel breve periodo sarà ancora più basso: per agosto, prevediamo che il tasso d'inflazione scenda sotto il 2% per la prima volta in tre anni.

Italia

Boom di esportazioni negli USA

L'Italia non è immune alle attuali difficoltà dell'industria europea. Le esportazioni verso Germania e Francia, da sempre i principali mercati di vendita del Belpaese, sono in calo in termini nominali da inizio 2023. Fortunatamente, il boom delle esportazioni verso gli Stati Uniti ha smorzato parte di questa flessione. Nel 2011 le esportazioni verso gli Stati Uniti si sono attestate a circa 23 miliardi di euro, quasi pari a quelle verso la Svizzera. Da allora, le esportazioni verso la Svizzera sono aumentate di poco, mentre quelle verso gli Stati Uniti sono triplicate fino a raggiungere i 68 miliardi di euro: ora gli Stati Uniti sono il secondo mercato di vendita dell'Italia dopo la Germania e prima della Francia. Due contributi importanti sono giunti da macchinari e prodotti farmaceutici. La scarsa dipendenza dalla Cina e il crescente orientamento verso il mercato USA sono fondamentalmente positivi, ma potrebbero penalizzare la performance dell'industria italiana nei prossimi mesi a causa del previsto rallentamento ciclico negli Stati Uniti e aumentare la vulnerabilità dell'economia italiana a eventuali dazi in caso di un'altra presidenza Trump.

Spagna

Crisi dell'olio d'oliva

Attualmente la Spagna ha uno dei tassi d'inflazione più alti dell'eurozona. A luglio l'inflazione primaria si è attestata al 2,8%, ma è già molto più bassa rispetto a giugno (3,4%). L'andamento degli ultimi mesi è ascrivibile perlopiù ai prezzi dei prodotti alimentari, e soprattutto a una componente: l'olio d'oliva. In Spagna il peso dell'olio d'oliva nell'indice dei consumi è superiore alla media europea, per cui l'aumento dei prezzi ha un impatto particolarmente pronunciato nel Paese. A marzo i prezzi dell'olio d'oliva hanno raggiunto i massimi, con un rincaro del 70% rispetto all'anno precedente in previsione di un raccolto insufficiente. Da inizio anno il governo spagnolo ha ridotto l'IVA sull'olio d'oliva per contrastare l'incremento dei prezzi. Le piogge favorevoli di marzo e aprile hanno migliorato un po' la situazione e da maggio i prezzi dell'olio d'oliva sono scesi di mese in mese. A luglio l'inflazione dell'olio d'oliva era ancora al 38,3% rispetto all'anno precedente. Tuttavia, i prezzi dovrebbero rimanere volatili fino all'autunno, quando saranno noti i volumi esatti del raccolto di quest'anno.

Svizzera

Calo dell'inflazione

Crescita del PIL

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

I dati sulle condizioni dell'economia svizzera restano difficili da interpretare: la Segreteria di Stato dell'economia (SECO) ha iniziato a fornire una stima preliminare della crescita del PIL 45 giorni dopo la fine del trimestre. Il dato per il T2 è stato leggermente superiore a quello che sarebbe stato prevedibile in base ai dati finora disponibili. Il cosiddetto «Flash-PIL» indica anche un'accelerazione della dinamica economica rispetto al T1 2024. Ciò che stupisce di questi dati è il fatto che l'industria abbia contribuito notevolmente alla crescita superiore alla media. Le indagini sulle imprese del settore continuano a delineare un quadro meno incoraggiante. In particolare, da gennaio 2023 l'indice PMI per l'industria è rimasto ininterrottamente sotto la soglia dei 50 punti, il cui superamento indicherebbe una crescita rispetto al mese precedente. La prevista normalizzazione della politica monetaria in Europa e negli Stati Uniti dovrebbe dare slancio agli esportatori nei prossimi trimestri, e anche l'attenuazione della crisi del potere d'acquisto dovrebbe incidere positivamente. Secondo le indagini, per i consumatori in Svizzera e in altre parti d'Europa le condizioni sono sempre più favorevoli per fare acquisti importanti.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 1,2%	2024: 1,3%
2025: 0,5%	2025: 1,1%

Le nostre previsioni d'inflazione per il prossimo anno sono nettamente inferiori al consensus, probabilmente anche per via dell'ipotesi di crescita del PIL più cauta. Tuttavia, la pressione sui prezzi si attenuerà ancora nel 2025, dato che gli affitti esistenti non aumenteranno ulteriormente e le tariffe dell'elettricità scenderanno molto in gran parte delle località. Il netto apprezzamento del franco svizzero nelle ultime settimane trova rapidamente riscontro anche in un calo dei prezzi delle importazioni.

Regno Unito

Aspettative superate

Crescita del PIL

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

L'economia britannica continua a mostrarsi solida. Dopo il T1, anche i dati sul PIL del T2 sono stati migliori del previsto. Nel T2 l'economia britannica è cresciuta dello 0,6% rispetto al trimestre precedente, ma le dinamiche sottostanti sono apparse un po' meno incoraggianti. La spesa pubblica ha dato l'impulso più forte alla crescita sul fronte della domanda, mentre i consumi delle economie domestiche e gli investimenti delle imprese hanno deluso le aspettative. Tuttavia, continuiamo a vedere segnali positivi per i consumi delle economie domestiche. I redditi reali sono aumentati ulteriormente e la fiducia dei consumatori continua a migliorare. Inoltre, a luglio le vendite al dettaglio si sono riprese dopo il netto calo di giugno. Oltre alla fiducia dei consumatori, anche il sentiment nell'industria e nei servizi appare solido. Gli indici PMI preliminari per il mese di agosto mostrano ancora prospettive favorevoli per il settore privato, soprattutto grazie alla rapida ripresa dei nuovi ordinativi. La domanda vigorosa ha contribuito a un aumento delle assunzioni, come emerge dai dati sulla disoccupazione. A giugno il tasso di disoccupazione è sorprendentemente sceso dal 4,4% al 4,2%. Tuttavia, anche in quest'area le dinamiche sottostanti sono meno incoraggianti: gran parte della crescita occupazionale è attribuibile a contratti part-time e a posizioni temporanee.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,5%	2024: 2,6%
2025: 2,1%	2025: 2,3%

A luglio l'inflazione primaria è salita meno del previsto, raggiungendo il 2,2%. Tuttavia, l'aumento del tasso annuale rispetto a giugno era atteso a causa del venir meno degli effetti base dei prezzi dell'energia. Per una volta, l'inflazione nei servizi è stata incoraggiante, con un incremento meno pronunciato del previsto. L'inflazione nei servizi persiste da mesi.

Cina

Il supporto rimane limitato

Crescita del PIL

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

Dopo una crescita economica più debole del previsto nel T2, i primi indicatori per il T3 non mostrano alcun miglioramento. Il mercato immobiliare, in particolare, evidenzia una netta tendenza al ribasso rispetto all'anno precedente, sia in termini di vendite che di prezzi degli immobili o di investimenti. Ciononostante, Pechino non attua misure di sostegno più incisive che darebbero impulso all'economia. Il motivo è che il governo vuole allontanarsi dalle locomotive di crescita del passato e punta a rallentare ulteriormente le attività d'investimento per convogliare le risorse nella produzione di nuove tecnologie energetiche e high-tech. Inoltre, presumibilmente la tendenza al ribasso del mercato immobiliare rientra nei piani del governo. Le vendite di immobili, in particolare, rimangono su un livello molto basso, ma quest'anno il calo è solo lieve. Tuttavia, i motivi per essere cauti non mancano. Innanzitutto, le prospettive di reddito rimangono incerte, dato che la situazione occupazionale è desolante. In un contesto simile le persone non sono propense a investire in immobili residenziali. In secondo luogo, il calo dei prezzi degli immobili è moderato rispetto al crollo della domanda. I prezzi delle nuove costruzioni sono scesi solo dell'8% circa, mentre le vendite di case sono diminuite di oltre il 50% rispetto a metà 2021. L'aspettativa di ulteriori flessioni dei prezzi indurrà gli acquirenti ad aspettare.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 0,4%	2024: 0,5%
2025: 1,8%	2025: 1,3%

A luglio l'inflazione primaria è salita allo 0,5%, dallo 0,2% di giugno. L'aumento deriva soprattutto dalla ripresa dei prezzi della carne suina, che impedirà il ritorno a un contesto deflazionistico quest'anno. Tuttavia, la bassa inflazione di fondo dello 0,4% (0,6% a giugno) continua a segnalare debolezza della domanda.

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

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.

Per informazioni più dettagliate vi invitiamo a visitare il nostro sito web www.swisslife-am.com/research



Redatto e pubblicato da Macroeconomic Research, Swiss Life Investment Management Holding SA, Zurigo

Swiss Life Asset Managers precisa che è possibile che le raccomandazioni qui sopra illustrate siano state attuate da Swiss Life Asset Managers prima della pubblicazione del presente documento. Nel preparare le nostre previsioni ci basiamo su fonti che riteniamo affidabili; tuttavia, non forniamo alcuna garanzia in relazione all'esattezza e alla completezza delle informazioni utilizzate. Il presente documento contiene asserzioni riguardanti future evoluzioni. Non ci assumiamo alcun impegno rispetto all'aggiornamento o alla revisione delle stesse. Le evoluzioni effettive possono variare di molto, nel risultato, rispetto alle nostre aspettative iniziali.

Francia: la presente pubblicazione è distribuita a clienti effettivi e potenziali in Francia da Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Parigi.

Germania: la presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, 50668 Colonia, Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, 60598 Francoforte sul Meno e BEOS AG, Kurfürstendamm 188, 10707 Berlino. **Gran**

Bretagna: la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, Londra W1T 3PT. **Svizzera:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Management SA, General-Guisan-Quai 40, 8022 Zurigo. **Norvegia:** Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, 0161 Oslo.

Italia: la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, via San Prospero 1, 20121 Milano. **Danimarca:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 Copenaghen K, 1265 Frederiksgade.