

Novembre/dicembre 2024

Messaggi chiave

- Stati Uniti: la dinamica di crescita rimane vivace, ma il mercato del lavoro mostra ancora segnali di debolezza
- Europa: il ritardo della ripresa prevista dei consumi privati spiega la debolezza della crescita
- Cina: le misure di stimolo non innescano un boom della spesa, ma riducono i rischi al ribasso

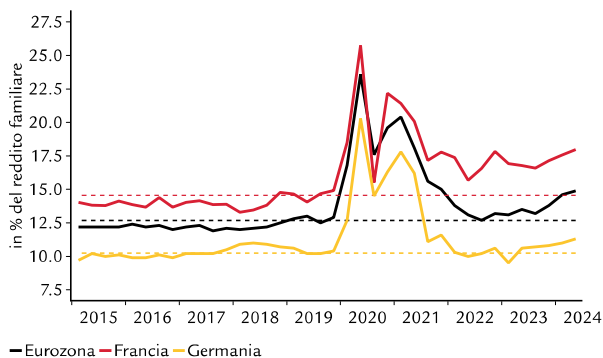
Previsioni: un raffronto

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

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 10 ottobre 2024

Grafico del mese

Quota di risparmio delle economie domestiche (incl. valori medi dal 2000 al 2019)



A inizio anno un'ipotesi centrale nel nostro scenario di base era la fine della crisi del potere d'acquisto in Europa. In effetti, i salari reali sono tornati a crescere per la prima volta dal 2021 e nei sondaggi i consumatori confermano che la loro situazione finanziaria è migliorata, ma i consumi non riacquistano slancio. La quota di risparmio mostra che dopo la pandemia le economie domestiche hanno messo da parte una quantità di denaro superiore alla media. In Francia, la differenza rispetto alla media di lungo periodo è pari a circa il 2,0% del PIL. Questa propensione al risparmio potrebbe derivare dai timori per la sicurezza del lavoro e dall'aumento dei tassi d'interesse sui risparmi.

Stati Uniti

Vigore e distorsioni

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,7%	2024: 2,6%
2025: 1,7%	2025: 1,8%

Nel T3 la crescita del prodotto interno lordo, pari allo 0,7%, è stata superiore alle attese. Negli ultimi tre mesi è rimasta sostenuta soprattutto la dinamica dei consumi. I dati nazionali rivisti retrospettivamente mostrano un più alto tasso di risparmio e una riduzione più lenta del risparmio in eccesso negli anni successivi alla pandemia. La situazione delle economie domestiche statunitensi si conferma quindi solida, ma sempre più spesso vengono segnalate crescenti difficoltà a trovare lavoro. Il rallentamento del mercato del lavoro USA trova riscontro anche nelle indagini sulle imprese. A ottobre la componente dell'occupazione dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) è rimasta sotto i 50 punti sia nei servizi che nell'industria. Per il resto, al momento l'interpretazione dei dati relativi al mercato del lavoro rimane difficile a causa di vari fattori che hanno un'influenza distorsiva. Ad esempio, nel contesto delle elezioni presidenziali sono stati creati molti più posti di lavoro rispetto agli anni precedenti. Anche la ricostruzione dopo l'uragano Beryl ha portato alla creazione di posti di lavoro nel settore edilizio. Ciò ha creato una distorsione verso l'alto i dati sull'occupazione di settembre, che hanno mostrato un netto aumento delle assunzioni e un leggero calo del tasso di disoccupazione al 4,1%. A ottobre, invece, gli uragani Helene e Milton e vari scioperi hanno inciso negativamente sui dati relativi al mercato del lavoro.

Inflazione

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

A settembre i prezzi delle abitazioni sono saliti meno del previsto, ma l'andamento dei prezzi di generi alimentari, beni di prima necessità e servizi, abitazioni escluse, ha sorpreso al rialzo. L'inflazione di fondo è quindi salita leggermente dal 3,2% al 3,3%, ma ciò non impedisce alla Fed di tagliare ancora i tassi. Anche il PMI dei servizi di ottobre ha mostrato un ulteriore calo della pressione sui prezzi nel settore.

Eurozona

Ripresa dei consumi rinviata

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 0,8%	2024: 0,7%
2025: 1,1%	2025: 1,2%

Nel T3 il prodotto interno lordo dell'eurozona è cresciuto più del previsto, dello 0,4% rispetto al trimestre precedente, ma la dinamica di crescita si conferma eterogenea. Rispetto alle nostre previsioni, Spagna, Francia e Germania hanno sorpreso in positivo, mentre l'espansione dell'Italia è stata deludente. I dettagli non sono ancora noti, ma è possibile che la ripresa prevista dei consumi privati tardi ancora a delinearci in modo chiaro. Con la ripresa della crescita dei salari reali ci aspettavamo un incremento della spesa delle economie domestiche nel T3 e nel T4, ma questa dinamica sembra essere più debole del previsto, in quanto la quota di risparmio nell'eurozona è ancora in aumento (cfr. grafico del mese). Un nuovo calo dell'incertezza potrebbe far salire la spesa per consumi, ma ciò non emerge ancora dalle attuali indagini. A causa del leggero indebolimento del mercato del lavoro, i timori di disoccupazione sono in aumento e risultano elevati soprattutto in Germania. Anche le sottocomponenti occupazionali degli indici PMI di Francia e Germania indicano un calo delle assunzioni da parte delle aziende. Il patrimonio netto è tornato a superare i livelli pre-pandemia in termini nominali, ma è ancora inferiore su base corretta per l'inflazione. Per il 2025 prevediamo quindi una crescita del PIL dell'eurozona leggermente superiore a quella del 2024.

Inflazione

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

Come previsto, a ottobre la Banca centrale europea ha abbassato i tassi guida di altri 25 punti base e ha segnalato che continuerà il suo percorso di graduale allentamento. A settembre l'inflazione primaria dell'eurozona è scesa sotto il 2%, all'1,7%, mentre l'inflazione di fondo è rimasta invariata al 2,7%. Nel mese l'andamento dei prezzi dei servizi, che sono scesi notevolmente rispetto al mese precedente, è stato incoraggiante.

Germania

Lievi barlumi di speranza

Crescita del PIL

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

Nel T3 l'economia è cresciuta dello 0,2%, dopo un calo rivisto al ribasso del -0,3% nel T2. I dettagli non sono ancora noti, ma l'Ufficio federale di statistica tedesco ha dichiarato che sia i consumi pubblici che quelli privati hanno dato un contributo positivo. A luglio e agosto sono cresciute lievemente anche le vendite al dettaglio. Tuttavia, come si vede nel grafico del mese, la quota di risparmio è in aumento anche in Germania e le famiglie dichiarano di voler risparmiare di più nei prossimi 12 mesi. Il motivo è la crescente incertezza economica, in particolare per quanto riguarda l'andamento del mercato del lavoro, quindi è lecito aspettarsi una certa moderazione da parte dei consumatori. Tuttavia, a ottobre i risultati delle indagini sulle imprese manifatturiere sono leggermente migliorati per la prima volta da maggio, anche se confermano il pessimismo. Le banche hanno inoltre dichiarato che le condizioni creditizie per le aziende sono tornate favorevoli per la prima volta dal 2022 e che anche la domanda di prestiti sta tornando a crescere. Ulteriori tagli dei tassi da parte della BCE dovrebbero sostenere questa dinamica. Restiamo dell'idea che l'allentamento monetario e l'aumento dei salari reali saranno di stimolo all'economia, ma per ora per la Germania si profila un altro inverno difficile.

Inflazione

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

Dopo le flessioni registrate da maggio, a ottobre l'inflazione primaria è salita, anche se soprattutto a causa di effetti base. Nel complesso, sempre più segnali indicano un calo della pressione inflazionistica di fondo anche nel settore dei servizi. L'indice PMI dei prezzi dei fornitori di servizi è tornato esattamente allo stesso livello pre-pandemia. Inoltre, è probabile che la pressione salariale diminuisca lentamente, dato che sempre meno aziende di servizi citano la manodopera come fattore limitante.

Francia

Risparmio precauzionale

Crescita del PIL

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

A pagina 1, basandoci sull'aumento della quota di risparmio, abbiamo descritto la riluttanza al consumo delle economie domestiche francesi. È interessante notare che, secondo l'indagine mensile dell'istituto statistico INSEE, da inizio anno i consumatori francesi hanno segnalato un continuo miglioramento della loro situazione finanziaria personale. Di conseguenza, sempre più persone dichiarano che la loro capacità di effettuare acquisti più importanti è migliorata, ma poi non passano all'azione: rispetto allo scorso anno, i consumi privati delle economie domestiche hanno ristagnato. Una spiegazione può essere individuata nel sondaggio sulla fiducia dei consumatori: le persone intervistate riferiscono di nutrire crescenti timori per la sicurezza del lavoro. Un'altra spiegazione della maggiore propensione al risparmio in tutta l'eurozona è particolarmente evidente nel caso della Francia: dopo il minimo dello 0,5% raggiunto nel 2020 e nel 2021, attualmente il tasso d'interesse esentasse del «Livret A», un popolare prodotto di risparmio, è pari al 3%, che alla luce del tasso d'inflazione di appena l'1,1% è un tasso d'interesse reale interessante. Inoltre, nei prossimi trimestri la crescita economica sarà frenata dalle misure di consolidamento del bilancio. Continuiamo a prevedere una traiettoria di crescita inferiore al potenziale di lungo termine dell'economia francese.

Inflazione

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

A settembre la disinflazione è proseguita: il tasso d'inflazione, pari all'1,1%, è il più basso da marzo 2021. Anche le aspettative d'inflazione a lungo termine sul mercato dei titoli di Stato indicizzati all'inflazione si sono stabilizzate sotto il 2%. La traiettoria di crescita descritta, inferiore al potenziale di lungo termine, comporta un aumento della capacità inutilizzata e riduce ulteriormente la pressione inflazionistica. Ciò significa che la politica monetaria restrittiva della BCE non è più adatta alla situazione della Francia.

Italia Rallentamento

Dopo una crescita dello 0,2% nel T2, nel T3 l'economia italiana ha ristagnato e gli indicatori del sentiment segnalano una debolezza anche nel T4. In generale, a ottobre la fiducia delle imprese è scesa a un nuovo minimo degli ultimi tre anni soprattutto per via del netto rallentamento del settore dei servizi, che rappresenta un'inversione di tendenza dopo il miglioramento degli ultimi due mesi. Nel settore dei servizi il sentiment è ancora superiore alla media di lungo periodo, mentre nel settore manifatturiero rimane molto basso e a ottobre è sceso ulteriormente. Questo quadro è in linea anche con i dati relativi alla produzione industriale, che non acquista slancio. Il settore edilizio ha visto un continuo miglioramento del sentiment e si conferma il più ottimista. A nostro avviso, in media l'economia italiana registrerà una crescita economica leggermente positiva nel T4 e nel 2025.

Spagna La locomotiva d'Europa

Anche nel T3 la Spagna ha registrato una crescita economica sostenuta (0,8%) e nettamente superiore a quella dell'intera eurozona. Anche la situazione del mercato del lavoro spagnolo continua a migliorare: secondo l'ufficio statistico spagnolo INE, nel T3 il tasso di disoccupazione è sceso all'11,2%. Il numero di persone disoccupate è in calo anche al livello dell'eurozona, ma questa dinamica è ascrivibile a pochi Paesi, in particolare Italia e Spagna, mentre il numero di persone disoccupate è aumentato in Germania e ristagna in Francia. In Germania il tasso di disoccupazione, pari al 6,1%, è molto più basso di quello della Spagna, ma la dinamica del mercato del lavoro spagnolo è incoraggiante. Il tasso di disoccupazione è in calo in tutte le classi di età e anche la disoccupazione giovanile, che nonostante tutto rimane alta, è in leggera diminuzione. Tuttavia, è probabile che nei prossimi mesi la fine della stagione turistica eserciti una lieve pressione al rialzo sul tasso di disoccupazione spagnolo.

Svizzera Cacofonia di dati economici

Crescita del PIL

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

Interpretare i dati disponibili sull'economia svizzera si conferma difficile. All'apparenza, i dati sulla crescita del prodotto interno lordo nella prima metà dell'anno indicano che l'economia è solida, ma ciò è in contrasto con la continua debolezza degli indici PMI. L'indice per l'industria, in particolare, è sotto la soglia di crescita di 50 punti ininterrottamente da gennaio 2023. Proprio dall'industria, sottoposta a pressioni particolarmente forti, continuiamo a ricevere segnali contrastanti: ad esempio, un'indagine del Centro di ricerca congiunturale del Politecnico federale di Zurigo mostra una tendenza positiva per quanto riguarda i nuovi ordinativi previsti, mentre un'indagine analoga dell'associazione dell'industria MEM delinea un quadro molto più cupo. I dati sul mercato del lavoro, invece, mostrano una chiara tendenza: il tasso di disoccupazione è in costante aumento da maggio 2023. La transizione della Banca nazionale svizzera da una politica monetaria restrittiva a una accomodante sta dando un impulso positivo al momento giusto. Anche la fine della crisi del potere d'acquisto in Europa dovrebbe essere di stimolo. Una possibile accelerazione della domanda dovuta alle recenti misure fiscali in Cina non è ancora inclusa nelle nostre attuali previsioni.

Inflazione

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

Il calo dei prezzi dell'energia porta inevitabilmente a un'ulteriore revisione al ribasso delle previsioni d'inflazione per il 2025. La nostra si conferma la più bassa tra tutte le stime del consensus, ma attualmente i rischi sono orientati al ribasso: un ulteriore taglio dei tassi da parte della BNS a dicembre si tradurrebbe in una riduzione dei canoni di affitto a metà 2025 attraverso il meccanismo del tasso ipotecario di riferimento fissato per via amministrativa.

Regno Unito

Lieve attenuazione

Crescita del PIL

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

L'andamento del mercato del lavoro britannico è sorprendentemente positivo: il tasso di disoccupazione è sceso ancora da giugno ad agosto e ora si attesta al 4%, il livello dello scorso ottobre. Anche la crescita dei salari è in calo. Ciò dovrebbe assicurare alla Bank of England un ulteriore margine di manovra per tagliare ulteriormente i tassi guida, in quanto l'economia si sta indebolendo un po' dopo essere cresciuta più del previsto nella prima metà dell'anno. Ad agosto la crescita mensile del PIL è stata dello 0,2% rispetto al mese precedente, in leggero miglioramento rispetto a giugno e luglio, mesi in cui è rimasta stagnante. Ad agosto, l'industria e il settore edilizio si sono ripresi dalla debolezza dell'inizio del trimestre, mentre il settore dei servizi ha evidenziato un leggero rallentamento. Il fatto che ad agosto i servizi legati ai consumatori abbiano registrato una crescita positiva, in linea con l'aumento delle vendite al dettaglio del mese, è motivo di ottimismo. I primi indicatori anticipatori di ottobre segnalano un lieve rallentamento. A ottobre gli indici PMI per i settori dei servizi e dell'industria si sono leggermente indeboliti, ma restano oltre la soglia di crescita di 50. La politica fiscale e il tanto atteso bilancio autunnale, pubblicato dopo il termine per la redazione, sono ancora al centro dell'attenzione.

Inflazione

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

A settembre l'inflazione è scesa meno del previsto e, a quota 1,7%, è rimasta sotto il 2% per la prima volta dall'aprile 2021. La flessione deriva soprattutto dalla diminuzione dei prezzi dei beni di base, ma anche da un calo molto più marcato dell'inflazione relativa ai servizi, che negli ultimi mesi si era dimostrata particolarmente ostinata.

Cina

Il piano fiscale minimizza i rischi

Crescita del PIL

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

A seguito della crescita del PIL più forte del previsto, pari al 4,6% nel T3, abbiamo rivisto al rialzo la nostra previsione di crescita per il 2024 di 10 punti base, portandola al 4,8%. Con questo livello si raggiungerebbe il limite inferiore dell'obiettivo di crescita di «circa il 5%». Le misure di stimolo economico annunciate dal governo cinese per ridare slancio all'economia dopo la crisi immobiliare sono una buona notizia, ma non innescheranno un boom della spesa. Diversamente da quanto avveniva in passato, le misure non sono rivolte a progetti infrastrutturali che incrementano direttamente gli investimenti e la crescita. Non si tratta nemmeno di un piano per stimolare i consumi su larga scala, che farebbe aumentare notevolmente la spesa per consumi. Tra l'altro, le misure sono limitate: secondo gli analisti, il pacchetto fiscale ammonterà a circa il 2,5% del PIL, molto meno rispetto alle misure adottate dopo la crisi finanziaria, che rappresentavano il 12,5% del PIL. L'obiettivo delle misure è migliorare il canale di trasmissione della politica fiscale e monetaria rafforzando i bilanci delle amministrazioni locali e delle banche più grandi, in modo che possano svolgere un ruolo più efficiente nel mercato immobiliare acquistando progetti immobiliari invenduti o fornendo liquidità per il completamento di progetti incompiuti. Un miglioramento di questo canale di trasmissione ridurrebbe notevolmente i rischi al ribasso per l'economia cinese.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 0,4%	2024: 0,5%
2025: 1,8%	2025: 1,2%

A settembre l'inflazione in Cina è scesa ancora allo 0,4% (dallo 0,6% di agosto) e l'inflazione di fondo si è attestata appena sopra lo zero, allo 0,1%. Il deflatore del PIL (una misura delle variazioni di prezzo per tutti i nuovi beni e servizi prodotti a livello nazionale) è risultato negativo per il sesto trimestre consecutivo ed è uno dei principali motivi per cui sono state annunciate le misure di stimolo economico.

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 Economics Department, 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 Paris.

Germania: la presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, 50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, 60598 Frankfurt am Main e BEOS AG, Kurfürstendamm 188, 10707 Berlin.

Gran Bretagna: la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Svizzera:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Management SA, General-Guisan-Quai 40, 8022 Zürich. **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 København K.