

Marzo 2022

Messaggi chiave

- La guerra in Ucraina porta in Europa miseria e incertezza geopolitica. Dal punto di vista economico, l'impatto delle sanzioni sull'Eurozona è debole, in quanto le esportazioni verso la Russia non sono molto significative.
- Il più grande rischio economico per l'Europa sarebbe l'interruzione delle forniture di gas russo.
- In Europa l'inflazione è trainata per metà dai prezzi dell'energia, ma negli Stati Uniti continua ad aumentare.

Previsioni: un raffronto

	Crescita PIL 2022		Crescita PIL 2023		Inflazione 2022		Inflazione 2023	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Stati Uniti	3,5% ↓	3,7% ↓	2,3%	2,5% ↓	5,9% ↑	5,2% ↑	2,7% ↑	2,6%
Eurozona	3,7%	3,9% ↓	1,9% ↑	2,5%	4,5% ↑	3,9% ↑	2,0% ↑	1,7% ↑
Germania	3,4% ↓	3,5% ↓	2,0% ↑	2,7% ↑	3,8% ↑	3,4% ↑	2,1% ↑	1,9%
Francia	3,5%	3,8%	1,5%	2,1% ↑	3,3% ↑	2,6% ↑	1,8% ↑	1,5%
Regno Unito	4,2%	4,3%	1,9% ↓	2,0% ↓	5,8% ↑	5,4% ↑	2,7% ↑	2,7% ↑
Svizzera	2,6%	2,9% ↓	1,4%	1,9%	1,1% ↑	1,0% ↑	0,6%	0,6%
Giappone	2,2% ↓	2,8% ↓	1,6%	1,8% ↑	1,0% ↑	1,0% ↑	0,4% ↑	0,7%
Cina	5,0%	5,0%	5,1%	5,2% ↓	2,1% ↑	2,2%	2,2% ↑	2,3%

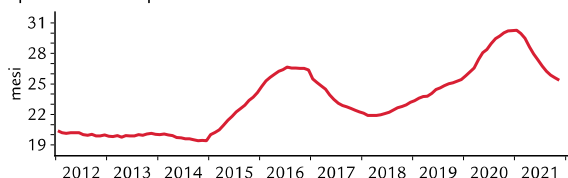
Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate con frecce.
Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 07.02.2022.

Grafico del mese

Russia: riserve valutarie



Copertura delle importazioni in mesi



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers

La Russia ha accumulato riserve in valuta estera per circa 640 mia. di USD, che possono in parte ammortizzare l'impatto di potenziali sanzioni finanziarie. Tuttavia, le sanzioni recentemente adottate dall'Occidente contro la banca centrale russa potrebbero impedire l'accesso a gran parte di queste riserve. In uno scenario di rischio, questa misura incisiva potrebbe incentivare Vladimir Putin a imporre contromisure e a bloccare le consegne di gas all'Occidente. Oppure, data la sua posizione più debole, il presidente russo potrebbe divenire ancora più dipendente dalla principale fonte di guadagno del suo Paese: le esportazioni di energia.

Stati Uniti

Inflazione alle stelle

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 3,5%	2022: 3,7%
2023: 2,3%	2023: 2,5%

Dal punto di vista economico, il conflitto in Ucraina influisce sugli Stati Uniti soprattutto attraverso il rincaro dell'energia. L'inflazione ha già lasciato il segno sui dati economici: secondo un sondaggio dell'Università del Michigan, nonostante il miglioramento del mercato del lavoro, la fiducia dei consumatori è ai minimi dal 2011 e gli intervistati lamentano soprattutto gli alti prezzi dei beni durevoli. Ciò non ha fatto crollare i consumi: a gennaio le vendite nominali al dettaglio sono persino aumentate in misura superiore alla media. Ma l'inflazione è all'opera anche qui: il fatturato deflazionato evidenzia un andamento laterale su livelli elevati da marzo 2021. Anche la stretta monetaria avrà un effetto frenante: dall'inizio dell'anno il tasso d'interesse medio sui mutui trentennali a tasso fisso, con cui di solito si ipotecano le case negli Stati Uniti, è passato dal 3,3% al 4,2%. Attualmente il mercato immobiliare è in buona forma, ma dovrebbe perdere slancio nel 2022. Lo stesso vale per il ciclo degli investimenti, che ha beneficiato di un'intensa erogazione di credito. Quanto alla crescita del PIL, dopo un inizio d'anno debole a causa della pandemia, ci aspettiamo un'accelerazione nel T2 guidata dal consumo di servizi, che dovrebbe anche beneficiare del costante miglioramento del mercato del lavoro.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 5,9%	2022: 5,2%
2023: 2,7%	2023: 2,6%

A gennaio 2022, l'inflazione USA ha sorpreso di nuovo al rialzo passando dal 7,0% al 7,5%. L'inflazione è andata alle stelle. L'energia (rincaro del 27% su base annua) e gli alimentari (+7%) si sono confermati importanti driver, ma anche l'inflazione di fondo è salita (+6%). Particolarmente evidente è stato il rincaro dei servizi medici, un colosso dell'indice, che nel 2021 non era ancora un driver d'inflazione. Insieme agli aumenti salariali più netti del previsto nella relazione sul mercato del lavoro di gennaio, ciò pone le basi per il primo rialzo dei tassi della Fed a marzo 2022.

Eurozona

Una crisi dopo l'altra

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 3,7%	2022: 3,9%
2023: 1,9%	2023: 2,5%

Non appena l'incertezza economica legata alla pandemia ha iniziato ad attenuarsi, la guerra in Ucraina ha generato una nuova ondata di incognite in Europa. Le sanzioni contro le banche russe, cui è stato negato l'accesso alla rete di pagamento SWIFT, renderanno molto più difficili le esportazioni verso la Russia. Tuttavia, queste ultime sono diventate molto meno importanti per l'Eurozona e nel 2020 rappresentavano lo 0,5% del PIL, la metà rispetto al picco del 2012. L'Europa sarebbe più vulnerabile se la Russia facesse leva sulle forniture di gas. Secondo i dati del think tank Bruegel, attualmente le consegne russe tramite i gasdotti sono inferiori di circa un terzo rispetto all'anno scorso. Le importazioni di gas liquefatto sono invece raddoppiate, ma probabilmente non riuscirebbero a compensare un netto taglio supplementare a opera della Russia. In caso di blocco delle forniture, le possibili conseguenze sarebbero il razionamento dell'energia e la stagflazione. Anche senza una simile escalation, i prezzi dell'energia dovrebbero restare alti, anche se finora hanno inciso sorprendentemente poco sui consumi privati. Ciò è ascrivibile al mercato del lavoro, che nell'Eurozona è in piena forma. L'occupazione ha già superato il livello pre-crisi e nel dicembre 2021 il tasso di disoccupazione ha raggiunto un nuovo minimo del 7,0%.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 4,5%	2022: 3,9%
2023: 2,0%	2023: 1,7%

Contro ogni aspettativa, anziché scendere, l'inflazione nell'Eurozona ha continuato a salire dal 5,0% al 5,1%. Per una buona metà essa è ascrivibile al rincaro dell'energia, mentre l'inflazione di fondo è scesa leggermente, dal 2,6% al 2,3%. Le pressioni salariali sono ancora basse, ma dovrebbero aumentare nel 2022. I prezzi dell'energia persistentemente elevati e gli sforzi per superare rapidamente la dipendenza dal gas russo depongono a favore di un regime d'inflazione più elevato nel breve-medio termine e ci hanno indotto a rivedere le nostre previsioni per il 2022 e il 2023.

Germania

Tempi di consegna più brevi

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 3,4%	2022: 3,5%
2023: 2,0%	2023: 2,7%

Se non fosse per la grande incognita degli sviluppi della guerra in Ucraina, in particolare per il rischio latente di un blocco delle forniture di gas russo, le prospettive dell'economia tedesca per i prossimi mesi sarebbero senz'altro rosee. Diventa sempre più evidente che la dinamica dell'industria tedesca è destinata ad accelerare notevolmente nei prossimi mesi. Secondo l'indice dei responsabili degli acquisti, i nuovi ordinativi dai mercati esteri sono nettamente aumentati, ma a breve termine la ripresa più vivace del previsto dei servizi, più orientati al mercato interno, ha un impatto maggiore. I risultati preliminari dell'indagine dell'indice dei responsabili degli acquisti mostrano che a febbraio questo settore era ai massimi dall'agosto 2021. L'imminente allentamento delle ultime misure di contenimento rimaste dovrebbe dare notevole impulso alla crescita nel T2. Le sanzioni contro la Russia potrebbero colpire la Germania più di altri Paesi: le esportazioni verso la Russia rappresentano infatti circa lo 0,7% del PIL tedesco. Tuttavia, vi sono segnali di un'inversione di tendenza nella politica fiscale, poiché il governo ha parlato di generosi finanziamenti per il riarmo e dell'intenzione di moltiplicare gli sforzi per superare la dipendenza dal gas russo, per esempio con la costruzione di terminali di gas liquefatto.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 3,8%	2022: 3,4%
2023: 2,1%	2023: 1,9%

A gennaio il rincaro annuo è sceso dal 5,3% al 4,9%, ma il calo è stato molto meno pronunciato di quanto ci aspettassimo. L'inflazione continua ad essere trainata dai prezzi dell'energia. A febbraio l'indice dei responsabili degli acquisti ha mostrato segnali di distensione: il dato sui tempi di consegna è stato il più favorevole da dicembre 2020. Non si osserva ancora una spirale dei salari/prezzi: a gennaio 2022 i salari contrattuali erano aumentati solo dell'1,1% su base annua.

Francia

Promessa mantenuta per Macron

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 3,5%	2022: 3,8%
2023: 1,5%	2023: 2,1%

In vista del ritiro delle misure volte a contrastare la pandemia, tutti gli occhi sono puntati sulle elezioni presidenziali. Se si pensa alle promesse elettorali fatte come candidato nel 2017, Emmanuel Macron ha fatto un buon lavoro: per esempio, alla fine del 2021 il tasso di disoccupazione nella Francia continentale era del 7,2%, poco oltre il 7% che Emmanuel Macron si era impegnato a raggiungere cinque anni fa con l'elettorato francese. Al suo arrivo all'Eliseo, il tasso di disoccupazione era ancora al 9,2%. A breve termine, la dinamica economica rimane intatta, come si evince, per esempio, dai dati preliminari degli indici dei responsabili degli acquisti dell'industria e dei servizi. Entrambi i valori sono saliti nettamente a febbraio e il dato relativo al settore dei servizi ha raggiunto i massimi da gennaio 2018. La prosecuzione o meno di questa ripresa nei prossimi mesi dipende più dalla grave situazione in Ucraina che non dal decorso della pandemia. Al momento l'evoluzione del conflitto è così incerta che è difficile stimarne le conseguenze economiche a medio termine.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 3,3%	2022: 2,6%
2023: 1,8%	2023: 1,5%

L'inflazione persistentemente alta continua ad essere ascrivibile soprattutto ai prezzi dell'energia. Dall'industria manifatturiera giungono lievi segnali di distensione: secondo l'indagine tra i responsabili degli acquisti di febbraio, i prezzi dei fattori di produzione sono saliti meno che nei mesi precedenti. La grande incognita resta l'andamento dei prezzi dei combustibili fossili. Per il momento essi saranno probabilmente più alti del previsto a causa del conflitto in Ucraina, il che ha indotto a rivedere al rialzo le nostre previsioni.

Regno Unito

Ottimo inizio d'anno

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 4,2%	2022: 4,3%
2023: 1,9%	2023: 2,0%

L'economia britannica ha concluso lo scorso anno molto meglio di quanto gran parte degli economisti si aspettasse. Un anno fa ipotizzavamo che nel T4 2021 il PIL britannico sarebbe stato ancora inferiore del 2,9% rispetto ai livelli pre-crisi. Alla fine il Regno Unito è stato il Paese da noi più sottovalutato per quanto riguarda la ripresa nel 2021, perché il divario è stato solo dello 0,4%. A ciò hanno contribuito le riaperture rapide e complete e il peso ridotto del settore industriale, che in tutto il mondo risentiva delle strozzature dell'offerta. I primi dati di quest'anno suggeriscono che il Regno Unito non ha ancora esaurito questo slancio. A gennaio le vendite al dettaglio avevano recuperato terreno meglio del previsto dopo le delusioni di dicembre legate alla pandemia. I dati preliminari di febbraio dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) segnalano una netta accelerazione nei servizi e una crescita sostenuta nell'industria. Nel PMI dei servizi salta agli occhi soprattutto la componente dell'occupazione, che negli ultimi tre mesi è risultata più alta che negli altri principali Paesi industrializzati, a indicare una persistente carenza di manodopera.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 5,8%	2022: 5,4%
2023: 2,7%	2023: 2,7%

La carenza di manodopera trova riscontro in una notevole crescita dei salari. Secondo gli ultimi dati di dicembre, il salario medio, compresa la retribuzione variabile, è salito del 4,3% rispetto all'anno scorso. La crescita è stata particolarmente sostenuta nel settore dei servizi, al 4,7%. Ciò dovrebbe far accelerare l'inflazione dei prezzi al consumo nel 2022. Tuttavia, le recenti nette revisioni al rialzo del tasso d'inflazione del 2022 sono dovute soprattutto al rincaro dell'energia. L'Ofgem ha annunciato che dal 1° aprile aumenterà il tetto dei prezzi per l'elettricità e il gas di ben il 54%. Ci aspettiamo quindi che l'inflazione raggiunga il massimo ciclico del 7,6% nell'aprile 2022.

Svizzera

Inflazione: aumento ritardato?

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 2,6%	2022: 2,9%
2023: 1,4%	2023: 1,9%

La prima stima ufficiale del prodotto interno lordo della Svizzera per il T4 2021 mostra una crescita trimestrale dello 0,3%, perfettamente in linea con le nostre aspettative. Insieme a lievi revisioni dei dati dei trimestri precedenti, si osserva una crescita reale del PIL del 3,7% per l'intero 2021. A dicembre e fino a metà febbraio, l'ondata Omicron ha rallentato la dinamica dell'economia interna. La revoca quasi totale delle misure di contenimento nella terza settimana di febbraio dovrebbe far accelerare l'attività economica interna a breve termine. Va tuttavia notato che la creazione di valore nei settori interessati dall'obbligo di certificato, ossia la ristorazione e l'intrattenimento, è relativamente bassa. Resta inoltre da vedere se questi settori riusciranno a sprigionare il loro potenziale nei prossimi mesi. Le speranze in questo senso potrebbero essere deluse dalla carenza di manodopera. La nostra previsione di crescita del PIL per quest'anno e per il prossimo rimane relativamente cauta.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 1,1%	2022: 1,0%
2023: 0,6%	2023: 0,6%

A quota 1,7%, a gennaio il rincaro annuo era ai massimi da ottobre 2008. Ciononostante, l'inflazione in Svizzera rimane bassa rispetto agli standard internazionali e ancora in linea con l'intervallo target della Banca nazionale svizzera dello 0-2%. Una particolarità della misurazione dell'inflazione in Svizzera è l'alta percentuale di prezzi di beni e servizi fissati ufficialmente nel paniere dell'indice nazionale dei prezzi al consumo. Finora questa circostanza ha tenuto a freno i prezzi, soprattutto quelli dell'elettricità. Tuttavia, anche nei prezzi amministrati i costi più elevati potrebbero essere trasferiti ai consumatori finali con un certo ritardo.

Giappone

Apertura delle frontiere

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 2,2%	2022: 2,8%
2023: 1,6%	2023: 1,8%

Il Giappone sembra vivere la pandemia in differita. Agli inizi di febbraio l'ondata Omicron sembrava essersi esaurita, ma a causa dei tassi d'infezione alti per gli standard nipponici sono stati registrati i dati sui decessi giornalieri legati al Covid più elevati dall'inizio della pandemia. La maggior parte degli altri Paesi industrializzati aveva raggiunto questo picco nell'inverno 2020/2021. Allo stesso modo, la campagna di richiamo vaccinale è appena iniziata e, mentre altrove gran parte delle misure viene revocata, in Giappone si "festeggia" il fatto che da marzo i viaggiatori d'affari e gli studenti stranieri potranno rientrare nel Paese per la prima volta dall'inizio della pandemia, un rientro tuttavia sottoposto a un rigido regime di quote e visti. Intanto, la ripresa dell'economia è lenta. Nel 2021 il PIL è cresciuto in media di appena lo 0,2% per trimestre e alla fine dell'anno persisteva un divario dello 0,2% rispetto al livello pre-crisi. L'inizio del 2022 non promette molto bene: il PMI manifatturiero è sceso a 52,9 a febbraio, soprattutto a causa dei dati deludenti sulla produzione. Quello dei servizi è persino crollato a 42,7, il minimo da maggio 2020 e ben al di sotto della soglia di crescita di 50. Tuttavia, da varie prefetture giungono segnali di miglioramento che dovrebbero risollever gradualmente i dati economici dopo l'"inverno del Covid".

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 1,0%	2022: 1,0%
2023: 0,4%	2023: 0,7%

A gennaio l'inflazione ha raggiunto appena lo 0,5% ed è rilevante soprattutto per i settori energetico e alimentare. La versione nipponica dell'inflazione di fondo, che esclude gli alimenti deperibili e l'energia, è però scivolata ulteriormente in deflazione (-1,1%). Dato che anche la crescita dei salari è scesa leggermente in territorio negativo, la Bank of Japan non ha motivo di modificare la politica monetaria.

Cina

La Cina celebra le Olimpiadi

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 5,0%	2022: 5,0%
2023: 5,1%	2023: 5,2%

La Cina festeggia la fine delle Olimpiadi invernali, che le hanno fruttato nove medaglie d'oro, quattro in più del precedente record stabilito dal Paese a Vancouver 2010. Da un punto di vista economico, è positivo che i giochi si siano conclusi senza grandi focolai di Covid, che avrebbero potuto tradursi in lockdown di vasta portata. La Cina ha quindi dimostrato ancora una volta che le sue severe misure di controllo sono pienamente efficaci per contenere la diffusione del virus. Tuttavia, la rigorosa strategia "zero Covid" è un peso per l'economia nazionale. Durante le festività di Capodanno, diverse province hanno chiesto alla popolazione di non lasciare le città. I dati ad alta frequenza mostrano che l'attività di viaggio è aumentata molto poco rispetto all'anno scorso ed è inferiore di circa il 50% rispetto ai livelli pre-crisi. Inoltre, i blocchi regionali della produzione in vista delle Olimpiadi invernali hanno pesato sull'attività manifatturiera, facendo scendere il PMI Caixin dell'industria a 49,1 a gennaio. Un altro rischio per le prospettive di crescita della Cina è rappresentato dalla guerra in Ucraina. Se il conflitto si intensificasse frenando notevolmente l'economia europea, anche la Cina potrebbe risentirne. Dopo tutto, le esportazioni dalla Cina verso l'UE rappresentano quasi il 3% del PIL cinese.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 2,1%	2022: 2,2%
2023: 2,2%	2023: 2,3%

A differenza della maggior parte delle altre grandi economie, per la Cina l'inflazione non è un problema. A gennaio si attestava allo 0,9%, un livello nettamente inferiore all'obiettivo del 3%, il che assicura alle autorità il margine di manovra necessario per tagliare ulteriormente i tassi guida. Anche i prezzi alla produzione sono scesi dal 10,3% al 9,1%. Ciò riduce la pressione sui produttori per il trasferimento dei costi ai clienti.

Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
🐦 @MarcBruetsch



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife-am.com
🐦 @kunzi_damian



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife-am.com



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife-am.com
🐦 @f_boucard



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@swisslife-am.com

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2020

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 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, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, da Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main e da BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Regno Unito:** la presente pubblicazione è distribuita nel Regno Unito da Mayfair Capital Investment Management 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.