

Luglio 2023

Messaggi chiave

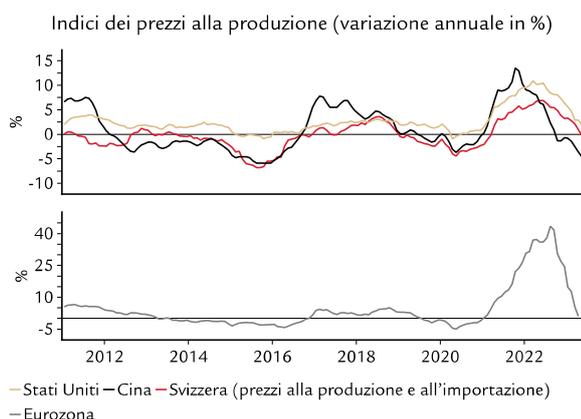
- Stati Uniti: segnali di inversione di tendenza positiva nel mercato immobiliare complicano il lavoro della Fed
- Eurozona: la debolezza dell'industria è sempre più evidente, pressione sui prezzi dei beni in calo
- Cina: le pressioni inflazionistiche restano basse, mentre la ripresa continua a indebolirsi

Previsioni: un raffronto

	Crescita PIL 2023		Crescita PIL 2024		Inflazione 2023		Inflazione 2024	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Stati Uniti	0,9%	1,3% ↑	0,6%	0,5% ↓	4,1% ↓	4,1% ↓	2,5%	2,6%
Eurozona	0,4% ↓	0,6% ↓	0,8%	0,9%	5,5%	5,4% ↓	2,4%	2,4%
Germania	-0,2%	-0,2% ↓	0,6%	1,1%	6,0%	6,0% ↓	2,3%	2,5% ↓
Francia	0,6%	0,6%	0,9%	0,9%	4,8%	5,3% ↓	2,1%	2,7% ↑
Italia	1,1%	1,0% ↑	0,6%	0,8% ↓	6,1%	6,1%	2,1%	2,5% ↑
Spagna	1,8%	1,8% ↑	1,2%	1,5% ↓	3,9%	3,7% ↓	2,5%	2,9% ↑
Regno Unito	0,0%	0,1% ↑	0,4%	0,8%	7,4%	7,3% ↑	2,8%	3,2% ↑
Svizzera	0,7%	0,7%	1,5%	1,4%	2,1%	2,4% ↓	1,6%	1,4% ↓
Giappone	1,2% ↑	1,1% ↑	0,7%	1,0% ↓	2,7%	2,8% ↑	1,2% ↑	1,5% ↑
Cina	5,8%	5,7% ↓	5,2%	4,9%	1,2% ↓	1,3% ↓	2,0% ↓	2,3% ↓

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 12 giugno 2023

Grafico del mese



Fonti: Bloomberg, Macrobond, Swiss Life Asset Managers

Nei settori dei beni e dei trasporti gli shock delle catene logistiche sono stati superati. Nei mercati delle materie prime i prezzi hanno ritrovato l'equilibrio dopo l'incertezza del 2022, quindi la pressione sui prezzi al livello dei produttori si attenua. La Cina sta nuovamente esportando disinflazione. In Svizzera, l'andamento dei prezzi alla produzione anticipa quello dei prezzi al consumo di circa quattro mesi. Al livello dei consumatori si può quindi prevedere un nuovo calo dell'inflazione, la cui entità dipende dal potere di determinazione dei prezzi delle aziende e dall'andamento dei prezzi nel settore dei servizi.

Stati Uniti

Segnali poco chiari

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,9%	2023: 1,3%
2024: 0,6%	2024: 0,5%

Dai dati economici provenienti dagli Stati Uniti emerge un quadro eterogeneo. Da un lato, la produzione industriale vacilla, confermando la dinamica nel complesso negativa delle indagini per il settore. L'indice S&P dei responsabili degli acquisti per gli Stati Uniti è tornato vicino ai minimi di dicembre 2022 per la produzione e i nuovi ordinativi. Dall'altro, sia le indagini sia i dati sull'attività mostrano un quadro solido nel settore dei servizi e la ripresa del mercato immobiliare è proseguita da livelli bassi. Secondo il sondaggio NAHB, il sentiment degli agenti immobiliari è migliorato, le nuove costruzioni avviate sono aumentate a maggio e i prezzi delle case si sono ripresi dopo sette mesi di flessione. Se venisse confermato che gli operatori del mercato immobiliare hanno metabolizzato lo shock dei tassi del 2022 e restano ottimisti, ironicamente sarebbe un segnale problematico per l'economia USA: ciò potrebbe infatti indurre la Federal Reserve a innalzare ancora i tassi, frenando gli investimenti aziendali e il mercato degli immobili commerciali statunitensi, che, a differenza di quelli a uso abitativo, sono alle prese con alti tassi di sfritto. Confermiamo la nostra previsione di una lieve recessione negli Stati Uniti, anche se i tempi (al momento si ipotizza già un raffreddamento nella seconda metà del 2023) sono incerti a causa dei dati contrastanti.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 4,1%	2023: 4,1%
2024: 2,5%	2024: 2,6%

Negli Stati Uniti l'inflazione primaria continua a diminuire in linea con le nostre aspettative e a maggio si è attestata al 4,0%. I prezzi dell'energia e dei servizi (esclusi quelli degli alloggi) hanno contribuito alla riduzione più di quanto ci aspettassimo, mentre l'inflazione degli alloggi e dei beni di consumo è apparsa sorprendentemente tenace. Anche l'inflazione di fondo è in calo, ma al 5,3% è ancora su livelli che non escludono ulteriori aumenti dei tassi.

Eurozona

Debolezza dell'industria

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,4%	2023: 0,6%
2024: 0,8%	2024: 0,9%

La produzione industriale dell'eurozona ha sorpreso in positivo a maggio, ma ciò è dovuto esclusivamente a un incremento volatile del 21% in Irlanda. In Francia e in Germania la produzione industriale è leggermente aumentata, ma è rimasta nettamente sotto i livelli pre-pandemia evidenziando un andamento laterale da inizio anno. In Italia e in Spagna il settore ha visto un miglioramento dopo la pandemia, ma ha registrato un calo netto e sorprendente ad aprile. Malgrado una chiara attenuazione dei prezzi dell'energia, quest'anno neanche i settori ad alta intensità energetica dell'eurozona, come quello chimico o dei metalli, sono riusciti ad aumentare notevolmente la produzione. Anche la fabbricazione di automobili è rimasta piatta da inizio anno, malgrado i piani di produzione ancora decisamente positivi in Germania. In questo settore sembra sempre più chiaro che non vi saranno impulsi di crescita positivi dalla Cina dopo la riapertura e che la concorrenza intensificherà ulteriormente i problemi strutturali dell'industria europea: ad aprile le esportazioni di auto dalla Cina hanno raggiunto nuovi massimi. L'indice dei responsabili degli acquisti di giugno conferma la debolezza dell'industria dell'eurozona, con un ulteriore calo della produzione e dei nuovi ordinativi e, per la prima volta dalla pandemia, un calo dell'occupazione nel settore.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 5,5%	2023: 5,4%
2024: 2,4%	2024: 2,4%

Ora che le strozzature dal lato dell'offerta sono perlopiù superate, è probabile che l'indebolimento della domanda industriale torni ad essere il principale driver dei prezzi dei beni. Nell'eurozona i prezzi alla produzione sono in calo da quattro mesi e ad aprile la loro inflazione annuale è stata inaspettatamente inferiore al 2% (a quota 1,0%) per la prima volta dal febbraio 2021. Anche i responsabili degli acquisti dell'industria segnalano un calo dei prezzi di acquisto e di vendita, rispettivamente, da quattro e due mesi. Tuttavia, nel settore dei servizi la pressione sui prezzi rimane elevata.

Germania

Carenza di manodopera

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: -0,2%	2023: -0,2%
2024: 0,6%	2024: 1,1%

Il mese scorso sia i sondaggi sia i dati sull'attività in Germania sono stati deludenti. Ad aprile le vendite al dettaglio e la produzione industriale sono aumentate meno del previsto, a giugno l'indice dei responsabili degli acquisti per l'industria è sceso ulteriormente sotto la soglia di 50 e anche quello dei servizi ha deluso le aspettative (su livelli ancora elevati), con un calo delle attività in sospenso per la prima volta da gennaio. Tuttavia, l'occupazione continua a salire e, rispetto a prima della pandemia, un numero molto maggiore di aziende sia nell'industria sia nei servizi cita la carenza di manodopera come ostacolo alla produzione. L'economia tedesca dovrà far fronte alla carenza di manodopera ancora per qualche tempo. La forza lavoro potrebbe diminuire dell'8% entro il 2035 e l'Agenzia federale del lavoro stima una carenza di circa 400 000 lavoratori qualificati all'anno. In Germania la partecipazione al mercato del lavoro, pari al 70%, è relativamente alta, il che limita il potenziale di crescita. Rimane solo l'immigrazione, che dal 2015 registrava una tendenza al ribasso prima del netto incremento dovuto alla guerra in Ucraina. In questo contesto, il governo federale ha recentemente approvato una nuova legge che mira ad agevolare l'immigrazione dei lavoratori.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 6,0%	2023: 6,0%
2024: 2,3%	2024: 2,5%

Nei prossimi anni la carenza di manodopera manterrà strutturalmente alta la pressione sui salari, e quindi sui prezzi, soprattutto nel settore dei servizi. Tuttavia, dal punto di vista ciclico sembra prospettarsi un calo dei prezzi dei beni. Secondo il PMI, a maggio i prezzi alla produzione sono scesi più del previsto e a giugno le industrie hanno tagliato i prezzi di vendita per la prima volta dal 2020. Prevediamo quindi che l'inflazione scenderà gradualmente al 2% verso fine 2024, ma non raggiungerà i livelli medi pre-pandemia dell'1,2%.

Francia

Fuori fase

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,6%	2023: 0,6%
2024: 0,9%	2024: 0,9%

All'inizio del glorioso Tour de France, l'economia francese è un po' fuori fase. Anche qui gli impulsi dalla Cina auspicati a inizio anno hanno deluso le aspettative. Inoltre, il continuo inasprimento della politica monetaria della BCE ostacola notevolmente l'attività. Nell'indice dei responsabili degli acquisti per l'industria, a giugno la componente dei «nuovi ordinativi» è scesa ai minimi del 2023, un segnale sfavorevole per la seconda metà dell'anno. Nelle previsioni economiche è pressoché impossibile indovinare il momento esatto di una svolta ciclica, anche se l'analisi delle dinamiche fondamentali è corretta. Sulla base delle serie di dati in parte ad alta frequenza oggi disponibili, è ovvio datare l'inizio del raffreddamento dell'economia a metà maggio, periodo a partire dal quale, secondo la piattaforma di annunci di lavoro online Indeed, il volume delle offerte di lavoro online è in calo in tutti i settori. Inoltre, nelle ultime settimane le indagini economiche più seguite hanno evidenziato un ulteriore deterioramento. In linea con la continua debolezza del settore manifatturiero, a giugno anche l'indice dei responsabili degli acquisti del settore dei servizi è sceso sotto la soglia di crescita di 50 punti.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 4,8%	2023: 5,3%
2024: 2,1%	2024: 2,7%

Anche in Francia il tasso di variazione annua dei prezzi alla produzione è in calo, anche se finora sono disponibili solo i valori fino ad aprile incluso. Secondo il già citato sondaggio tra i responsabili degli acquisti, gran parte delle aziende del settore manifatturiero intervistate ha poi abbassato i prezzi di vendita. In risposta alle pressioni politiche, le grandi aziende di vendite al dettaglio si sono impegnate a trasferire i prezzi di acquisto più bassi ai loro clienti. Tutto ciò spiega la nostra previsione d'inflazione relativamente bassa.

Italia

L'industria è sotto pressione

L'economia italiana, che dopo la pandemia è stata sorprendentemente dinamica, sta esaurendo i driver di crescita. Gli investimenti nel settore residenziale, conseguenza degli incentivi temporanei per i risanamenti energetici, hanno già superato il loro picco. Intanto, come in altri Paesi, lo slancio dell'industria viene meno. Nell'aprile 2023 la tendenza al ribasso della produzione industriale ha evidenziato un'accelerazione (su base destagionalizzata) e secondo gli indici dei responsabili degli acquisti i segnali continuano a indicare una contrazione. Il settore chimico, assai ciclico, è particolarmente debole, mentre quelli farmaceutico e dei trasporti (soprattutto l'aviazione) continuano a evidenziare un andamento positivo. Il divario con il settore dei servizi è aumentato. La tendenza al rialzo delle vendite al dettaglio è ininterrotta e a giugno la fiducia dei consumatori ha sorpreso in positivo. La valutazione della situazione finanziaria personale è più favorevole, presumibilmente grazie al calo dell'inflazione, mentre quella della sicurezza del lavoro è nuovamente migliorata, malgrado il lieve incremento del tasso di disoccupazione nel T1.

Spagna

Bassa pressione sui costi salariali

A maggio in Spagna le pressioni inflazionistiche hanno continuato ad attenuarsi. L'inflazione primaria è scesa dal 4,1% al 3,2% rispetto al maggio dello scorso anno. L'inflazione di fondo scende un po' più lentamente, in linea con gli sviluppi dell'intera eurozona, e a quota 6,1% a maggio è pari a due volte l'inflazione primaria. Crediamo che questa tendenza al ribasso sia proseguita a giugno. Nel mese, la BCE ha alzato notevolmente la sua previsione di inflazione, indicando tra i motivi principali le pressioni sui costi salariali, che però evidenziano un andamento molto eterogeneo nell'Unione monetaria. Anche in Spagna nel T1 il costo medio del lavoro per lavoratore è aumentato, ma nel medio termine l'andamento dovrebbe risultare più favorevole che non nell'intera eurozona. In Spagna le trattative salariali si basano sull'inflazione primaria e sta per entrare in vigore un nuovo contratto collettivo nazionale di tre anni che rientra nella recente riforma del mercato del lavoro. Questi fattori dovrebbero contribuire a contenere la pressione sul costo del lavoro.

Svizzera

Il rallentamento prosegue

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,7%	2023: 0,7%
2024: 1,5%	2024: 1,4%

La nostra valutazione di una dinamica economica perlopiù priva di slancio trova conferma alla fine del T2. Le indagini sulle imprese evidenziano una tendenza al ribasso su tutta la linea; intanto, gli indici dei responsabili degli acquisti per l'industria e le PMI più orientate al mercato interno sono sotto la soglia di crescita di 50 punti. Il sondaggio tra i responsabili degli acquisti del settore dei servizi, invece, indica ancora un'espansione. Di conseguenza, è probabile che nei mesi estivi siano soprattutto i consumi privati delle economie domestiche a sostenere la crescita, ma le risorse dei consumatori svizzeri non sono illimitate: nei prossimi trimestri gli aumenti dei premi dell'assicurazione malattie e degli affitti ridurranno il potere d'acquisto. È inoltre possibile che rispetto agli anni precedenti durante i mesi estivi il potere d'acquisto nazionale si riversi in altri Paesi europei, poiché la domanda repressa di viaggi all'estero appare ancora elevata. L'aumento dei costi di costruzione e di finanziamento, nonché la lentezza delle procedure di approvazione, frenano la dinamica del settore edilizio.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 2,1%	2023: 2,4%
2024: 1,6%	2024: 1,4%

Per la seconda metà dell'anno il nostro modello prevede un calo temporaneo del tasso d'inflazione sotto il 2%. Questo modello si basa sull'indice dei prezzi alla produzione e all'importazione, nonché sull'andamento dei prezzi dei servizi secondo l'indice dei responsabili degli acquisti. Verso fine anno e a inizio 2024, l'inflazione al livello dei consumatori sarà influenzata da fattori straordinari che il modello non prende in considerazione, tra cui l'aumento degli affitti esistenti per le abitazioni, il rincaro dei trasporti pubblici e l'aumento dell'IVA. Per il 2024 è previsto un nuovo rincaro dell'elettricità.

Regno Unito Stagflazione?

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,0%	2023: 0,1%
2024: 0,4%	2024: 0,8%

Ad aprile il PIL mensile è cresciuto dello 0,2% rispetto al mese precedente, recuperando almeno in parte la perdita di marzo. La ripresa è stata trainata soprattutto dal settore dei servizi, che si è in parte risollevato dagli effetti del maltempo di marzo. Allo stesso tempo, la produzione industriale e l'edilizia hanno subito una contrazione, ma si è trattato del primo contributo mensile negativo alla crescita da parte dell'industria dall'agosto 2022. Nel complesso, dall'estate scorsa la produzione industriale ha registrato una ripresa, ma ciò non trova riscontro nell'indice dei responsabili degli acquisti per l'industria britannica, che nel periodo è sempre rimasto sotto la soglia di crescita di 50. Come nel settore industriale, l'aumento dei costi di finanziamento frena l'attività di investimento nel settore edilizio. Il mercato del lavoro rimane più solido del previsto. Ad aprile il tasso di disoccupazione è sorprendentemente sceso di nuovo, mentre la crescita dei salari è salita al 7,2%, il livello più alto dalla fine della pandemia. I dati contrastano con le aspettative della Bank of England (BoE) di un rallentamento della dinamica salariale. L'inatteso inasprimento della situazione sul mercato del lavoro e l'alta inflazione di fondo dovrebbero mantenere la pressione sulla BoE verso ulteriori rialzi dei tassi. Ora il rischio di stagflazione nel Regno Unito ci sembra significativo.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 7,4%	2023: 7,3%
2024: 2,8%	2024: 3,2%

A maggio l'inflazione primaria è rimasta alta, all'8,7% rispetto all'anno precedente, ma l'inflazione di fondo ha sorprendentemente continuato a salire. Il principale driver sono stati i prezzi dei servizi, ma anche l'inflazione dei generi alimentari e dei beni di consumo è rimasta elevata. A giugno la BoE ha alzato i tassi ancora una volta e più del previsto. Attualmente il mercato sconta ulteriori rialzi fino al 6% (dall'attuale 5%), il che a nostro parere è un po' eccessivo.

Cina Minore pressione sui prezzi

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 5,8%	2023: 5,7%
2024: 5,2%	2024: 4,9%

Dopo i dati economici di aprile molto più deboli del previsto, anche quelli di maggio indicano un nuovo rallentamento della ripresa. I dati di maggio sul commercio estero hanno nuovamente sorpreso in negativo. Nel mese sono crollate soprattutto le esportazioni, ma anche le importazioni sono diminuite. La produzione industriale di aprile è stata molto inferiore alle attese; i dati di maggio erano in linea con le aspettative, ma sono stati rivisti al ribasso. A maggio l'indice ufficiale dei responsabili degli acquisti per il settore industriale è rimasto sotto la soglia di crescita di 50 per il secondo mese consecutivo. I consumi privati restano solidi. Le vendite al dettaglio hanno continuato a evidenziare una crescita sostenuta, ma continuano a farsi sentire alcuni effetti base dovuti ai lockdown dello scorso anno. Il governo ha già reagito a questi dati deludenti: a metà giugno la banca centrale cinese ha sorprendentemente abbassato il tasso guida dello 0,1%. La bassa inflazione offre all'autorità monetaria un certo margine di manovra. L'indebolimento dei dati ha anche rinnovato le speculazioni su possibili piani di stimolo del governo, ma al momento la probabilità di misure significative ci sembra bassa, soprattutto nel settore infrastrutturale o immobiliare.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 1,2%	2023: 1,3%
2024: 2,0%	2024: 2,3%

Il tasso d'inflazione dei prezzi al consumo in Cina è salito lievemente a maggio, ma è ancora molto basso, allo 0,2% rispetto all'anno precedente. A quota -4,6% rispetto all'anno precedente, i prezzi alla produzione rimangono chiaramente in territorio deflazionistico. Anche la bassa pressione sui prezzi non indica un surriscaldamento dell'economia.

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.

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, 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.