

Agosto 2023

Messaggi chiave

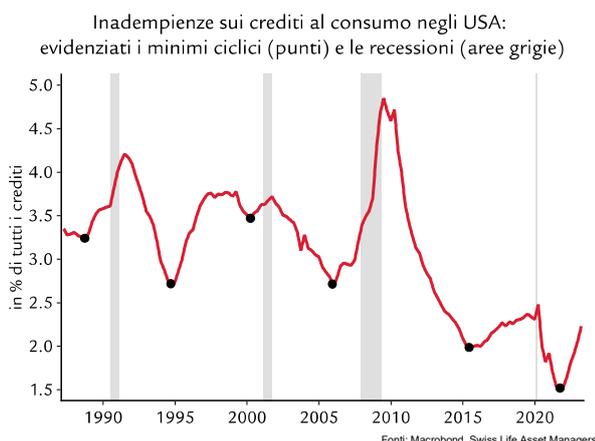
- Stati Uniti: gli indicatori anticipatori segnalano ancora un rallentamento dell'economia
- Eurozona: l'inflazione è scesa, ma è ancora troppo presto perché la BCE dia il segnale di cessato allarme
- Cina: dopo una crescita debole nel T2, il pacchetto di stimoli auspicato non si è concretizzato

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

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 10 luglio 2023

Grafico del mese



Gli Stati Uniti entreranno in recessione solo quando i consumi privati, finora vigorosi, si indeboliranno. Gli indicatori anticipatori dell'industria e del mercato immobiliare sono in rosso già da tempo, ma il problema dei consumi è che molti indicatori cambiano rotta solo a recessione già iniziata. Probabilmente il miglior indicatore anticipatore sono le inadempienze sui crediti al consumo, che storicamente aumentano da uno a due anni prima dell'inizio di una recessione. Dall'ottobre 2021, le inadempienze sui prestiti sono salite da livelli bassi. Di conseguenza, prevediamo che l'aumento dei tassi d'interesse e le condizioni creditizie meno favorevoli freneranno in misura crescente i consumi.

Stati Uniti

Atterraggio morbido: un'illusione

Crescita del PIL

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

Gli ultimi dati economici provenienti dagli Stati Uniti hanno mostrato un quadro solido per la metà dell'anno e a giugno l'inflazione ha continuato a scendere. Nei mercati finanziari ciò ha alimentato l'idea che la fine dei rialzi dei tassi guida e persino un «atterraggio morbido» dell'economia siano ormai imminenti. La prima è in linea con le nostre previsioni, ma il secondo ci sembra improbabile. Nell'attuale contesto, per «atterraggio morbido» intendiamo una nuova accelerazione della crescita a fronte di un continuo calo dell'inflazione, uno scenario concepibile solo per un periodo di tempo molto breve, poiché una nuova impennata della domanda farebbe risalire rapidamente l'inflazione. I dati in arrivo, leggermente migliori del previsto, mostrano però che probabilmente occorrerà un po' più di tempo prima che l'effetto frenante dei rialzi dei tassi si manifesti appieno, soprattutto nel settore dei servizi e nel mercato del lavoro. Gran parte degli indicatori anticipatori continua tuttavia a segnalare un rallentamento imminente, che si tratti della curva dei rendimenti USA invertita, del calo del trasporto su strada e su rotaia, dell'aumento delle inadempienze su crediti (cfr. «Grafico del mese»), del calo delle transazioni immobiliari o della flessione del lavoro interinale. Abbiamo quindi posticipato un po' la debolezza economica prevista, il che spiega la previsione di crescita più alta per il 2023 e più bassa per il 2024.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 4,0%	2023: 4,1%
2024: 2,5%	2024: 2,6%

A giugno, l'inflazione primaria e quella di fondo sono scese più del previsto, al 3,0% e al 4,8%, ma la flessione potrebbe essere ancora più netta: a giugno la voce centrale della distribuzione dell'inflazione (mediana) era ancora al 6,4%. Rispetto a maggio, soprattutto il calo dei prezzi di voli, hotel e auto a noleggio ha contribuito a far scendere l'inflazione. Gli effetti base dell'energia si esauriscono ed è probabile che l'inflazione primaria resti al 3% fino a fine anno, malgrado un'inflazione di fondo ancora in calo.

Eurozona

La BCE sta esagerando?

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,4%	2023: 0,5%
2024: 0,8%	2024: 0,9%

A giugno, l'inflazione nell'eurozona è scesa leggermente più del previsto, dal 6,1% al 5,5%, e nelle ultime settimane la maggior parte degli indicatori economici ha deluso. Tuttavia, di recente la BCE si è mostrata decisa a innalzare i tassi d'interesse almeno un'altra volta e ha persino rivisto al rialzo la sua previsione d'inflazione a medio termine. Ciò ha indotto molti a temere che l'istituto di Francoforte possa spingersi troppo oltre con l'inasprimento della politica monetaria. In passato la BCE si è già vista costretta a invertire molto rapidamente i suoi rialzi dei tassi d'interesse e attualmente riteniamo che ciò possa accadere in due scenari. In primo luogo se, contrariamente alle nostre aspettative, i rialzi dei tassi d'interesse già effettuati causassero con ritardo una crisi economica molto grave con un rapidissimo calo dell'inflazione sotto l'obiettivo della banca centrale. A questo scenario attribuiamo una probabilità di circa il 20% e riteniamo molto più verosimile (65%) una crescita ancora debole e un'inflazione ostinata. Dagli indicatori economici giungono segnali contrastanti: l'industria è debole, ma meno di quanto suggerito dai sondaggi; la fiducia dei consumatori rimane bassa, ma si sta risolvendo dai minimi invernali; e il mercato del lavoro si conferma solido, anche se gli indicatori ad alta frequenza hanno cambiato rotta su livelli elevati.

Inflazione

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

In secondo luogo, la BCE sbaglierebbe se l'inflazione, specie quella dei servizi, fosse sostenuta soprattutto da fattori esterni e quindi scendesse più rapidamente del previsto e indipendentemente dalla politica monetaria dopo la normalizzazione delle catene logistiche e il calo dei prezzi dell'energia. Ciò significherebbe che l'autorità monetaria ha alzato troppo i tassi in una fase di debolezza economica. A nostro avviso, l'inflazione di fondo e dei servizi ancora elevata e i mercati del lavoro solidi smentiscono questa ipotesi.

Germania

Nuova strategia per la Cina

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: -0,2%	2023: -0,3%
2024: 0,6%	2024: 1,1%

L'industria tedesca mostra segni di debolezza. A maggio la produzione industriale è nuovamente diminuita, il che significa che probabilmente nel T2 contribuirà negativamente alla crescita. Secondo un sondaggio della Commissione europea, dall'autunno 2022 le aziende tedesche valutano la loro posizione competitiva fuori dall'UE come peggiore che mai e decisamente meno favorevole rispetto a quella delle aziende degli altri grandi Paesi dell'eurozona. Uno dei motivi principali è probabilmente l'ulteriore aumento dei prezzi dell'energia. La nuova strategia per la Cina, pubblicata per la prima volta dal governo tedesco a metà luglio, mostra anche che la Germania è sempre più preoccupata dalle relazioni asimmetriche con il gigante asiatico. Come quarto Paese di esportazione e primo di importazione, la Cina si conferma il più importante partner commerciale della Germania. La nuova strategia si concentra sulla riduzione delle dipendenze nelle aree chiave e sulla mitigazione dei rischi, ad esempio sul fronte della sicurezza informatica. La Germania assume quindi toni più critici nei confronti della Cina, anche se non ai livelli degli Stati Uniti. La strategia sottolinea la tendenza globale verso relazioni commerciali più diversificate e verso un crescente orientamento a mercati di vendita e di produzione diversi dalla Cina.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 6,0%	2023: 5,9%
2024: 2,3%	2024: 2,6%

Il nuovo aumento dell'inflazione annuale al 6,4% a giugno era prevedibile a causa degli effetti base. Tuttavia, le variazioni mensili dei prezzi destagionalizzate mostrano pressioni sui prezzi ancora elevate sia nei servizi che nei beni di base. I prezzi alla produzione sono in calo su base mensile dall'ottobre 2022, ma escludendo i beni energetici la flessione è iniziata solo nell'aprile 2023. Quindi è probabile che la pressione sui prezzi dei beni di base si attenui solo con un certo ritardo.

Francia

Toni più pacati

Crescita del PIL

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

La Francia si è fatta improvvisamente silenziosa: il Presidente Macron non si mostra al pubblico da settimane, anche se la necessità di chiarimenti resta grande dopo la riforma delle pensioni e soprattutto dopo le rivolte giovanili. Il previsto rimpasto del governo si è rivelato solo marginale. Con l'inizio delle vacanze estive, anche gli indicatori economici hanno assunto toni più pacati, e qua e là persino negativi. Ciò è vero soprattutto per il settore manifatturiero: i valori preliminari dell'indice dei responsabili degli acquisti dell'industria per il mese di luglio segnalano un ulteriore calo dell'attività. Rispetto al mese precedente, le aziende hanno infatti visto scendere ancora gli ordinativi. Questo quadro è in linea con un'indagine separata dell'istituto statistico INSEE, secondo cui le imprese intervistate sono caute riguardo alle prospettive di produzione futura quanto nel novembre 2020. Anche le società di servizi hanno rallentato il ritmo. Secondo l'indice dei responsabili degli acquisti del settore, negli ultimi due mesi la situazione è peggiorata. Alla luce di questo progressivo rallentamento dell'economia, in Francia cresce la convinzione che la BCE debba sospendere subito la stretta monetaria.

Inflazione

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

Secondo Banque de France, un numero crescente di aziende sta abbassando i prezzi di vendita, e le indagini tra i responsabili degli acquisti dell'industria e del settore dei servizi lo confermano. Inoltre, di recente le aspettative d'inflazione dei consumatori e degli investitori in titoli di Stato indicizzati all'inflazione sono diminuite. Questa dinamica avvalorava le nostre previsioni. Ci aspettiamo che il tasso d'inflazione scenda dall'attuale 4,5% a circa il 2,5% nel T4 2023.

Italia

Maggiore fiducia

Oltre ad aver riservato sorprese positive in termini di crescita economica negli ultimi tempi, l'Italia ha guadagnato fiducia sui mercati finanziari. Nel marzo 2023 la Banca centrale europea, intenzionata a ridurre il proprio bilancio, ha iniziato a sostituire solo parte dei titoli di Stato in scadenza. Si è pertanto diffuso il timore che i premi di rischio sui titoli sovrani italiani potessero aumentare, ma la domanda degli investitori nazionali ed esteri sembra essere rimasta intatta; dall'inizio dell'anno il premio di rischio («spread») rispetto ai titoli di Stato tedeschi a 10 anni è persino diminuito di circa lo 0,8%. Ciò è fondamentale per la sostenibilità del debito. Anche con tassi d'interesse fermi al 4% e una crescita economica nominale del 3% nel medio termine (1% di crescita reale più 2% d'inflazione), per stabilizzare il rapporto debito/PIL italiano sarà necessario tornare dall'attuale disavanzo di bilancio a un avanzo primario, che prima della pandemia era pari al +1,3% (media 2010-2019). Tuttavia, al momento questo consolidamento fiscale non è prevedibile.

Spagna

Maggiore incertezza politica

Il risultato delle elezioni anticipate del 23 luglio 2023 in Spagna è sorprendentemente poco chiaro. Secondo i sondaggi, la coalizione di destra composta dal partito di centro-destra Partido Popular (PP) e dal partito di estrema destra Vox era nettamente in testa, ma i risultati elettorali mostrano che né la coalizione di destra né quella di sinistra del presidente in carica Pedro Sanchez può ottenere la maggioranza. Il PP ha guadagnato molti seggi e ora è il partito più forte, ma Vox ha perso molti seggi. Il risultato complica la formazione di un governo e dà inizio a un periodo di incertezza politica in Spagna. Le possibili vie d'uscita sono una ripetizione delle elezioni, come già avvenuto nel 2019, o un governo di sinistra composto da PSOE, attualmente in carica, Sumar e partiti più piccoli per raggiungere la maggioranza, ma ciò potrebbe essere difficile da realizzare. Anche un governo di minoranza del PP con o senza Vox sarebbe una possibilità.

Svizzera

L'economia perde colpi

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,7%	2023: 0,8%
2024: 1,3%	2024: 1,4%

Ciò che da mesi si osserva negli indici dei responsabili degli acquisti dell'industria di tutti i Paesi industrializzati trova ora riscontro nei rapporti sull'andamento degli affari delle aziende svizzere particolarmente orientate all'esportazione. I nuovi ordinativi indicano un calo della produzione nella seconda metà dell'anno. Per i settori altamente ciclici si concretizza il nostro scenario di riferimento di una lieve recessione. Per il momento, l'espansione dell'economia nel suo complesso sarà sostenuta dalla fiducia delle economie domestiche svizzere e dalla continua crescita della popolazione. Un'immagine accurata dello stato attuale dell'economia svizzera dovrebbe venire dall'indice ad alta frequenza dell'attività economica settimanale della Segreteria di Stato dell'economia (SECO), che ristagna da metà maggio. Con la revisione al ribasso della nostra previsione per il 2024, le nostre aspettative di crescita del PIL per entrambi gli anni sono leggermente inferiori al consensus. Come la Banca centrale europea, la Banca nazionale svizzera accetta un aumento del rischio di recessione in caso di continui rialzi dei tassi.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 2,1%	2023: 2,3%
2024: 1,6%	2024: 1,5%

Per il T3, il franco forte e l'ulteriore allentamento della pressione sui prezzi al livello dei produttori fanno presagire un nuovo calo dei tassi d'inflazione al livello dei consumatori. Entro ottobre, il rincaro annuo dovrebbe essere inferiore all'1,5%. A breve termine, l'aumento dei prezzi dell'energia è un rischio per le previsioni. Attualmente il gasolio da riscaldamento costa al consumatore finale circa il 7% in più rispetto a giugno. I tassi d'inflazione smetteranno definitivamente di scendere nei mesi invernali e, successivamente, l'aumento degli affitti, l'incremento dell'IVA, il rincaro dell'elettricità e gli adeguamenti tariffari per le poste e i trasporti pubblici li faranno salire nuovamente. Un nuovo picco del 2% sarà probabilmente raggiunto nel settembre 2024.

Regno Unito

Salari ancora in crescita

Crescita del PIL

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

A maggio la crescita mensile del PIL è stata più sostenuta del previsto, pari al -0,1% rispetto al mese precedente, ma i giorni festivi supplementari per celebrare l'incoronazione di Re Carlo hanno pesato sull'attività economica. Il contributo più negativo è giunto dalla produzione industriale, che si è indebolita ulteriormente nel mese. Il calo è però ascrivibile soprattutto al settore dell'elettricità e del gas, piuttosto volatile. Crescita piatta per il settore dei servizi a maggio. Tuttavia, il mercato del lavoro rimane perlopiù solido. Anche la crescita dei salari si conferma sostenuta e ha accelerato nuovamente nel mese. Se ciò dovesse mantenere alte le pressioni inflazionistiche, non sarebbe una buona notizia per la Bank of England. Tuttavia, emergono i primi segnali di un raffreddamento del mercato del lavoro, seppure molto lento. Anche a maggio il tasso di disoccupazione è salito più del previsto. La domanda di manodopera rimane elevata, ma le offerte di lavoro sono in lieve calo. Anche le componenti occupazionali degli indici dei responsabili degli acquisti per l'industria e i servizi hanno continuato a scendere a luglio, ma il settore dei servizi è ancora oltre la soglia di crescita di 50. Occorrerà probabilmente tempo prima che questi effetti frenino la crescita dei salari e allentino le pressioni inflazionistiche. In generale, non ci aspettiamo una crescita quest'anno.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 7,6%	2023: 7,4%
2024: 2,9%	2024: 3,2%

Dopo mesi di inattesi rialzi, l'inflazione di giugno si è rivelata più bassa del previsto, scendendo dall'8,2% di maggio al 7,9% rispetto all'anno precedente. Il calo dei prezzi della benzina ha avuto l'impatto più negativo, ma anche l'inflazione dei prezzi dei prodotti alimentari è stata leggermente inferiore rispetto al mese precedente. Anche l'inflazione di fondo è scesa più del previsto a giugno. L'inflazione dei servizi rimane molto più tenace di quella dei prezzi dei beni.

Cina

In attesa di stimoli

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 5,1%	2023: 5,5%
2024: 4,9%	2024: 4,8%

Quanto segnalato dai dati economici di aprile e maggio è stato ora confermato dalla pubblicazione dei dati ufficiali del PIL del T2. La crescita economica cinese si è decisamente indebolita nel T2 e, a quota 0,8% rispetto ai tre mesi precedenti, è stata persino inferiore alle aspettative. A giugno, la produzione industriale è cresciuta più rapidamente del previsto, mentre le vendite al dettaglio sono scese dal 12,7% di maggio (rispetto all'anno precedente) al 3,1% di giugno, ma il netto calo può ancora essere dovuto ai lockdown dello scorso anno. Anche il settore immobiliare rimane debole. Tutti gli indicatori rilevanti, come le vendite, l'avvio dei progetti e i completamenti, sono stati chiaramente in calo a giugno. Anche il commercio estero è uno dei punti deboli della ripresa economica cinese. Per sostenere l'economia si sperava in un ampio pacchetto di stimoli del governo e la riunione di luglio del Politburo del Partito comunista era molto attesa, perché definirebbe l'agenda della politica economica per il resto dell'anno. Tuttavia, come previsto, l'ampio pacchetto di stimoli non è stato annunciato. Sono state invece pianificate misure minori, che però non dovrebbero avere un effetto significativo sulla crescita economica.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,7%	2023: 1,0%
2024: 1,5%	2024: 2,1%

Dai dati sull'inflazione continua ad emergere il mancato surriscaldamento dell'economia cinese. L'inflazione dei prezzi al consumo è stata di nuovo più bassa del previsto a giugno, allo 0,0% rispetto all'anno precedente. L'inflazione dei prezzi alla produzione è scivolata ulteriormente in territorio deflazionistico al -5,4% rispetto all'anno precedente, il livello più basso dal 2015.

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



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.