

Ottobre 2023

Messaggi chiave

- Stati Uniti: l'aumento dei tassi reali, la stretta creditizia e la produttività debole penalizzano le imprese
- Eurozona: rincaro dell'energia a causa del calo dell'offerta, ma la situazione in vista dell'inverno resta positiva
- Cina: malgrado la stabilizzazione di agosto, la ripresa resta inferiore alle attese

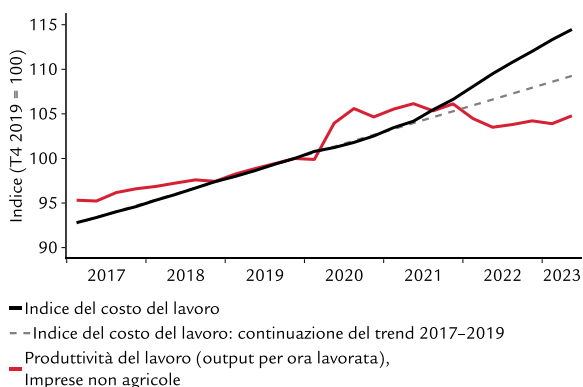
Previsioni: un raffronto

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

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. London, 11 settembre 2023

Grafico del mese

Stati Uniti: costo del lavoro e produttività del lavoro a confronto



Da metà 2021 negli Stati Uniti si è aperto un divario tra i costi salariali e la produttività del lavoro. Dal 2017 a metà 2021 i costi salariali per le aziende USA sono saliti del 2,7% all'anno, un aumento compensato da una crescita della produttività quasi equivalente. Tuttavia, dal 2021 a metà 2023 i costi salariali sono cresciuti di ben il 4,8% all'anno, mentre la produttività del lavoro è persino diminuita. All'inizio le aziende sono riuscite a trasferire questo rincaro ai consumatori alimentando l'inflazione, ma ora è più difficile e l'aumento dei costi salariali mette sotto pressione i loro margini operativi.

Stati Uniti

I tassi reali più alti sono un freno

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 2,1%	2023: 2,1%
2024: 0,4%	2024: 0,8%

Come prevedevamo, gli ultimi dati pubblicati negli Stati Uniti indicano un leggero raffreddamento dell'attività economica ad agosto. Tuttavia, i dati sul mercato del lavoro hanno sorpreso in positivo, con l'occupazione in netto aumento ad agosto e le richieste di nuovi sussidi di disoccupazione in calo a settembre. Anche per questo secondo alcuni operatori ed economisti il rischio di recessione è diminuito, facendo salire i tassi a lungo termine e accelerare la crescita del PIL nel 2024 in base al sondaggio di Consensus Economics. Pur non prevedendo una recessione nell'immediato, manteniamo un posizionamento più cauto per il 2024. Di recente gli indici PMI di S&P hanno mostrato i primi segnali di debolezza nei servizi: il sottoindice dei nuovi ordinativi è sceso sotto la soglia di crescita di 50. Ma molto più importante è l'aumento dei tassi reali. Ora il titolo federale USA a 10 anni rende oltre il 2% su base corretta per le aspettative d'inflazione, come da ultimo nel 2008. Le aziende sono quindi alle prese con tassi reali molto più alti, condizioni creditizie più rigide e una maggiore pressione sui margini per via dell'aumento dei costi salariali (cfr. grafico del mese). Quanto alla distribuzione del PIL, la quota di reddito destinata alle imprese è persino diminuita rispetto all'anno precedente. Storicamente, ciò è stato di cattivo auspicio per gli investimenti privati e per l'economia USA.

Inflazione

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

A causa del rincaro della benzina, ad agosto l'inflazione primaria è salita ancora dal 3,2% al 3,7%, mentre l'inflazione di fondo, che esclude alimentari ed energia, ha continuato a diminuire come previsto, passando dal 4,7% al 4,3%. Tuttavia, affinché l'inflazione di fondo scenda sotto il 3%, come prevediamo per il T2 2024, riteniamo sia necessario un netto rallentamento dell'economia.

Eurozona

Rincaro dell'energia

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,5%	2023: 0,5%
2024: 0,6%	2024: 0,7%

Un anno fa, l'eurozona era preoccupata per la situazione energetica in vista dell'inverno: gli impianti di stoccaggio del gas erano pieni all'87%, ma la Russia aveva appena annunciato ufficialmente l'interruzione delle forniture tramite Nord Stream 1. Tuttavia, i peggiori timori non si sono concretizzati. Oggi il livello di stoccaggio del gas è del 95%, cosa rara in questo periodo dell'anno, e diversi modelli meteorologici a lungo termine prevedono un altro inverno mite. Nel 2023 i prezzi dell'energia si sono avvicinati al livello pre-crisi, ma di recente sono tornati a salire. Sul mercato del gas, uno sciopero presso Chevron in Australia, che produce il 7% del gas naturale liquefatto globale, ha causato volatilità a breve termine. Anche il conflitto in Azerbaigian è fonte di incertezza: entro il 2027 l'UE intende infatti raddoppiare le importazioni di gas dal Paese, che al momento rappresentano solo il 3% del totale europeo. I rincari di benzina e gasolio sono ascrivibili alle restrizioni dell'offerta da parte dei Paesi OPEC+. Per i prossimi tre mesi vediamo ulteriori rischi al rialzo, se la domanda resterà stabile. Nel 2024, i produttori flessibili come gli Stati Uniti potrebbero aumentare l'offerta e l'indebolimento dell'economia potrebbe frenare la domanda, contribuendo alla normalizzazione dei prezzi del petrolio.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 5,7%	2023: 5,5%
2024: 2,6%	2024: 2,5%

I prezzi al consumo di gas ed elettricità riflettono solo in parte l'andamento dei prezzi all'ingrosso: l'anno scorso non sono saliti nella stessa misura e da allora sono rimasti perlopiù su livelli più alti. La recente volatilità del mercato del gas non dovrebbe quindi incidere sui prezzi al consumo. Tuttavia, abbiamo rivisto al rialzo le previsioni d'inflazione per quest'anno a causa dei rincari di benzina e gasolio, che si riflettono più direttamente sui prezzi al consumo.

Germania

Stabilizzazione su bassi livelli

Crescita del PIL

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

Gli ultimi dati delle indagini ifo e PMI indicano una stabilizzazione del sentiment nell'industria tedesca, anche se su livelli molto bassi. Il PMI mostra un lieve aumento dei nuovi ordinativi, ma dopo una breve tregua nel mese precedente la tendenza al ribasso della produzione futura attesa è ripartita e anche la componente occupazionale è scesa ulteriormente sotto la soglia di crescita di 50. Anche se il culmine del pessimismo nell'industria tedesca fosse già stato raggiunto, non ci aspettiamo un rapido ritorno all'ottimismo. Nel settore dei servizi, la ripresa del PMI complessivo, che è quasi tornato a 50, ha mascherato la debolezza delle sue componenti. L'indice dell'occupazione è sceso sotto i 50 punti per la prima volta dalla pandemia e le aspettative delle imprese sono appena in territorio positivo. L'indagine ifo segnala un ulteriore deterioramento anche per il già travagliato settore edilizio, che alla luce della situazione attuale e delle previsioni dovrebbe raggiungere il minimo dal 2009. Nell'edilizia residenziale, il 21% delle imprese intervistate ad agosto ha dichiarato di aver annullato progetti e circa il 12% ha lamentato difficoltà finanziarie, livelli mai visti dall'inizio dell'indagine nel 1991. L'ultimo intervento sui tassi della BCE, che non ci aspettavamo, dovrebbe erodere ulteriormente il sentiment del settore.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 6,1%	2023: 6,0%
2024: 2,5%	2024: 2,7%

Ad agosto l'inflazione primaria è scesa meno del previsto, al 6,2%. I prezzi dell'energia, dei servizi e dei beni di base hanno sorpreso in positivo, quindi l'inflazione di fondo è rimasta al 5,5%. Nei prossimi mesi questo dato dovrebbe scendere sotto il 5%, ma vediamo rischi al rialzo. In particolare, secondo il PMI, i costi nel settore dei servizi sono tornati a crescere più rapidamente.

Francia

Crescita inferiore al potenziale

Crescita del PIL

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

I dati preliminari di settembre sull'indice PMI mostrano un ulteriore indebolimento della dinamica nell'industria e nei servizi. Secondo un'indagine separata dell'istituto statistico INSEE, di recente la fiducia delle aziende manifatturiere è invece leggermente migliorata. Un altro dato positivo di questa indagine è che per la prima volta quest'anno le aziende non hanno ulteriormente ridotto i loro piani di assunzione. I dati della piattaforma Indeed sembrano confermarlo: il numero destagionalizzato di annunci di lavoro è tornato a crescere sensibilmente da fine luglio. L'indebolimento della domanda nell'economia globale e la minore propensione delle imprese a investire dopo l'aumento dei costi di finanziamento saranno compensati solo in parte dagli effetti straordinari di grandi programmi infrastrutturali pubblici o di eventi di massa come i Mondiali di rugby in corso e i Giochi Olimpici del 2024. A nostro avviso, l'economia francese crescerà al di sotto del suo potenziale di lungo periodo fino a metà 2024. Con la fine del ciclo di rialzi dei tassi, tra gli investitori a lungo termine e gli sviluppatori di progetti dovrebbe tornare la certezza della pianificazione. Vi sono già segnali di una leggera ripresa dei permessi di costruzione di appartamenti.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 5,0%	2023: 5,0%
2024: 2,4%	2024: 2,7%

Il recente rincaro del greggio ha fatto salire il prezzo del carburante nelle stazioni di servizio ai massimi del 2023. Alla luce di ciò, rivediamo al rialzo la nostra previsione d'inflazione. Al momento vengono discusse nuove contromisure fiscali per preservare il potere d'acquisto delle economie domestiche più colpite. Intanto, secondo i sondaggi, i prezzi di vendita nel settore dei beni continuano a scendere.

Italia

Hang over di Ferragosto?

Gli ultimi dati economici mostrano che, nonostante il boom degli ultimi due anni, anche l'economia italiana non può sfuggire agli ostacoli globali. Proprio ad agosto, il mese più importante dell'anno per le vacanze, per la prima volta da novembre 2022 i fornitori di servizi hanno lamentato un calo dei nuovi ordinativi. I dati sull'attività, come le vendite al dettaglio, non sono ancora disponibili per il mese in questione, ma l'andamento dei prezzi nel settore dei servizi indica uno scarso potere di determinazione dei prezzi e quindi presumibilmente un indebolimento della domanda. Nell'indagine tra i responsabili degli acquisti di S&P, i fornitori di servizi hanno lamentato una crescita dei prezzi dei fattori produttivi superiore a quella dei prezzi alla produzione. Secondo i nostri calcoli, l'inflazione dei servizi, che fino a maggio 2023 era ancora uno dei principali driver d'inflazione in Italia, si è arrestata a luglio e agosto 2023. Pertanto, malgrado il rincaro dell'energia, non rivediamo le previsioni d'inflazione e per il prossimo anno manteniamo un posizionamento più cauto rispetto al consensus sul fronte sia dell'inflazione sia della crescita economica.

Spagna

La lotta per il governo

La formazione di un governo in Spagna si conferma difficile. Dopo il risultato poco chiaro delle elezioni di luglio, il leader dell'opposizione Alberto Núñez Feijóo è stato incaricato di formare un governo in quanto vincitore delle elezioni. Finora, però, non è riuscito a raggiungere una maggioranza sufficiente. Dopo questo commento sono previsti due voti di fiducia in Parlamento, ma non crediamo che Feijóo raggiungerà la maggioranza. Se non ottenesse i voti necessari, avrebbe inizio un periodo di due mesi in cui l'attuale primo ministro Pedro Sánchez potrebbe cercare di formare un governo. Sánchez ha probabilità leggermente maggiori di riuscire nell'intento perché è aperto al dialogo con il partito separatista catalano, ma se anche lui dovesse fallire, si tornerà alle urne a gennaio.

Svizzera

Necessità di chiarimenti

Crescita del PIL

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

L'ultima pubblicazione dei dati trimestrali sul PIL non è decisamente d'aiuto per commentare l'andamento dell'economia svizzera. La crescita pari a zero registrata nel T2 2023 rispetto al trimestre precedente è stata pressoché in linea con le aspettative, ma dopo alcune nette revisioni dei dati relativi ai trimestri precedenti il tasso di variazione medio annuo del PIL nel 2023 è risultato quasi il doppio di quello inizialmente ipotizzato. Di conseguenza, ora stimare una crescita dello 0,7% significa rivedere al ribasso le previsioni sull'andamento dell'economia nella seconda metà del 2023. I motivi vanno ricercati, tra l'altro, nei segnali provenienti dalle indagini PMI: soprattutto il valore per l'industria suggerisce un ulteriore rallentamento della dinamica economica nel settore manifatturiero nei prossimi mesi. Inoltre, si prevede uno scarso impulso dai consumi privati. L'anno prossimo i bilanci delle economie domestiche saranno gravati da aumenti delle tasse, degli affitti e delle tariffe dell'elettricità, in rialzo di circa il 18%.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 2,2%	2023: 2,3%
2024: 1,9%	2024: 1,6%

Nella nostra previsione d'inflazione rivista elaboriamo tre nuove informazioni: innanzitutto, il rincaro dell'energia fa lievitare il costo della benzina e del gasolio da riscaldamento. In secondo luogo, sono disponibili i dati sull'aumento delle tariffe elettriche per le economie domestiche nel 2024. Infine, è prevedibile che il tasso di riferimento ipotecario venga alzato nuovamente già il 1° giugno 2024, dopo la data limite del 1° dicembre 2023. Di conseguenza, anticipiamo al T4 2024 l'aumento degli affitti previsto per il 2025, che quindi contribuisce per lo 0,8% al rincaro annuo atteso per il 2024.

Regno Unito

L'autunno è ormai alle porte

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,2%	2023: 0,3%
2024: 0,3%	2024: 0,4%

Il raffreddamento atteso è arrivato a luglio, con una crescita mensile del PIL molto più debole del previsto pari al -0,5% rispetto al mese precedente. Tutti e tre i settori – servizi, edilizia e industria – hanno registrato una contrazione. Il calo del settore dei servizi è stato particolarmente sorprendente. L'attività sembra aver risentito più del previsto degli scioperi nel settore sanitario. Anche gli indici PMI preliminari di settembre segnalano un indebolimento della dinamica di crescita. Malgrado un lieve rialzo, l'indice dell'industria rimane molto basso, mentre quello dei servizi ha subito una netta flessione. Soprattutto la componente occupazionale mostra un notevole deterioramento, in linea con gli altri indicatori del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione ha continuato a salire ed evidenzia una chiara tendenza al rialzo, il numero di posti di lavoro vacanti e il numero di ore lavorate sono in calo, ma la crescita dei salari resta sostenuta e a luglio ha superato l'inflazione per la prima volta da marzo 2022. Quest'ultima è una buona notizia che migliora la fiducia dei consumatori. Tuttavia, continuiamo a prevedere un rallentamento della crescita nella seconda metà del 2023 a causa dell'inasprimento delle condizioni di finanziamento.

Inflazione

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

Ad agosto il tasso d'inflazione, pari al 6,7%, è stato nettamente inferiore alle attese. Il calo è stato generalizzato: anche l'inflazione di fondo e l'inflazione dei servizi sono scese notevolmente. Ciò ha indotto la Bank of England a mantenere invariati i tassi guida, contro ogni aspettativa. L'istituto ha però ribadito il suo impegno a innalzare ancora i tassi in caso di segnali di persistenti pressioni inflazionistiche.

Cina

Stabilizzazione, niente di più

Crescita del PIL

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

Dopo un luglio debole, ad agosto i dati sull'attività in Cina hanno sorpreso in positivo: la produzione industriale e le vendite al dettaglio hanno registrato una crescita migliore del previsto rispetto al mese precedente. Ha sorpreso soprattutto la netta ripresa delle vendite al dettaglio, perché è in contrasto con l'indebolimento dell'indice PMI dei servizi ad agosto. Il principale driver è stato l'aumento delle vendite nei settori che hanno particolarmente beneficiato delle vacanze estive, come la ristorazione, gli alberghi e i viaggi. La produzione industriale è stata sostenuta soprattutto dalla ripresa della produzione di automobili e di batterie solari, due settori che probabilmente hanno beneficiato delle misure di sostegno. L'inversione di tendenza dei prezzi alla produzione è un altro segnale della lenta stabilizzazione in atto nell'industria. Sebbene l'inflazione dei prezzi alla produzione sia ancora in territorio deflazionistico, l'andamento degli ultimi mesi mostra una tendenza al rialzo. Oltre ai dati sull'attività, anche quelli sul commercio estero hanno mostrato un lieve miglioramento ad agosto rispetto al mese precedente. I dati economici suggeriscono una leggera stabilizzazione, ma il settore immobiliare cinese non ha mostrato segni di miglioramento nemmeno ad agosto.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,5%	2023: 0,7%
2024: 1,2%	2024: 1,8%

Nel complesso, sembra che le misure di sostegno attuate dal governo possano finalmente avere un impatto visibile sui dati economici. Pur trattandosi di uno sviluppo positivo, non ci aspettiamo che queste misure diano un impulso significativo alla crescita, ma piuttosto che abbiano un effetto stabilizzante.

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.