

Maggio 2023

## Messaggi chiave

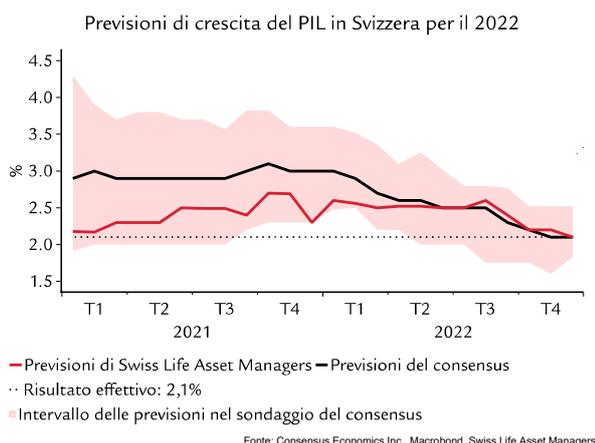
- Stati Uniti: il previsto rallentamento economico non trova ancora riscontro nei dati
- Eurozona: il settore dei servizi continua ad acquistare slancio, mentre l'industria si indebolisce
- Cina: i dati ufficiali sul PIL del T1 hanno confermato la ripresa prevista trainata dai consumi

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

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

## Grafico del mese



Consensus Economics, istituto di previsioni macroeconomiche leader a livello mondiale, assegna ogni anno un premio per la migliore previsione economica. Con le sue previsioni per la Svizzera per il 2022, il team di ricerca di Swiss Life Asset Managers ha conquistato il podio del Forecast Accuracy Award per la quinta volta negli ultimi anni. Guardando indietro al 2022, un anno ricco di sfide, appare evidente che i nostri processi di valutazione della crescita del PIL per la Svizzera funzionano. Il grafico mostra l'andamento storico delle previsioni di crescita del PIL in Svizzera tra gennaio 2021 e dicembre 2022.

## Stati Uniti

### L'euforia è fuori luogo

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,9%	2023: 1,1%
2024: 0,6%	2024: 0,7%

Dopo le turbolenze nel settore bancario statunitense a marzo, la situazione appare più calma. I mercati finanziari hanno iniziato a riprendersi e dai dati economici è emersa la solidità dell'economia USA. Tuttavia, vorremmo mettere in guardia da un eccessivo ottimismo. Nelle scorse settimane i deflussi di depositi dal sistema bancario statunitense si sono ulteriormente intensificati, poiché i tassi d'interesse su investimenti alternativi come i fondi del mercato monetario si confermano molto più interessanti. Grazie alle misure adottate dalle autorità, in particolare al nuovo programma di liquidità della Federal Reserve, non riteniamo che vi sia il rischio di una crisi bancaria sistemica, ma secondo un'indagine tra le PMI americane la disponibilità di credito ha continuato a diminuire, anche a causa dei problemi delle banche regionali. Anche nel mercato del lavoro USA, finora assai solido, i segnali non promettono bene. Dall'autunno 2022 le richieste di sussidi di disoccupazione sono in graduale aumento. Inoltre, i posti di lavoro nel settore del lavoro temporaneo sono in calo rispetto all'anno scorso. Malgrado le sue dimensioni ridotte, questo settore precede il ciclo economico e durante le recessioni del 2001 e del 2008/09 è stato un indicatore anticipatore dell'inversione di tendenza nel mercato del lavoro.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 4,2%	2023: 4,3%
2024: 2,5%	2024: 2,6%

I dati sull'inflazione di marzo sono stati sostanzialmente in linea con le nostre aspettative. Il calo dei prezzi dell'energia e gli effetti base hanno fatto scendere l'inflazione primaria dal 6,0% al 5,0%. Nella composizione dell'inflazione di fondo (5,6% a marzo) è stato particolarmente evidente il calo dell'inflazione dei costi di abitazione, che riflette finalmente il raffreddamento del mercato immobiliare USA. Tuttavia, al di fuori del settore residenziale, l'inflazione dei servizi è rimasta ostinata. Di conseguenza, dagli ultimi dati sull'inflazione non giunge ancora alcun segnale di cessato allarme per la Federal Reserve.

## Eurozona

### Attenzione al gap!

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,7%	2023: 0,7%
2024: 0,9%	2024: 1,0%

Secondo i primi dati dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) di aprile, l'eurozona ha iniziato il T2 con slancio, confermando la nostra ipotesi di un'accelerazione temporanea della crescita prima del rallentamento nella seconda metà dell'anno. Tuttavia, il rialzo del PMI è ascrivibile esclusivamente al settore dei servizi, che ha raggiunto il picco dal maggio 2022. Il PMI dell'industria è invece sceso ulteriormente sotto la soglia di crescita di 50 punti, portando il gap tra i due settori ai massimi storici. Il divario è particolarmente ampio per i nuovi ordinativi: anche in quest'ambito l'industria ha subito il calo più netto, dopo il rallentamento dell'ottobre 2022, mentre per i servizi è proseguita la tendenza positiva in atto dal novembre 2022. Il divario si amplia anche sul fronte dell'occupazione, che, pur essendo oltre la soglia di crescita, nell'industria ha fatto segnare un'ulteriore decelerazione ad aprile. I fornitori di servizi hanno invece registrato una crescita dell'occupazione pari a quella dell'estate 2007. Oltre che allo spostamento dei consumi dai beni ai servizi, probabilmente questo divario storico è riconducibile alla maggiore sensibilità dell'industria all'aumento dei tassi.

#### Inflazione

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

A marzo il contributo dei prezzi dell'energia all'inflazione primaria è stato per la prima volta negativo e ha fatto scendere l'inflazione dall'8,5% al 6,9%. La variazione mensile dei prezzi dell'energia è stata negativa in Italia e in Spagna, ma ancora positiva in Germania e in Francia. Gli effetti base negativi aumenteranno nei prossimi mesi. Tuttavia, dal punto di vista della banca centrale rimane più importante l'andamento dell'inflazione di fondo, che esclude alimentari ed energia. Qui il contributo dei servizi e dei beni è rimasto elevato a marzo e potrebbe aumentare ancora, soprattutto per i primi.

## Germania

### Rallentamento nell'edilizia

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,3%	2023: 0,1%
2024: 0,8%	2024: 1,2%

Un'altra sorpresa positiva per quanto riguarda la produzione industriale di febbraio ha confermato la ripresa della crescita a inizio anno. Secondo l'indice dei responsabili degli acquisti, nel T2 la dinamica si conferma positiva, anche se trainata dal settore dei servizi, mentre il sentiment nel settore manifatturiero ha continuato a deteriorarsi. Riteniamo che dal T3 l'aumento dei tassi avrà un effetto frenante sempre più pronunciato. Il settore edilizio è già quello più colpito. L'ultima indagine ifo ha confermato che tra i principali settori l'edilizia è quello più pessimista per quanto riguarda l'attività nei prossimi sei mesi, e anche la valutazione della situazione attuale è appena sopra il livello neutrale di zero. Tra i suoi segmenti, quello residenziale registra la performance peggiore, l'ingegneria civile la migliore. Secondo le imprese di costruzione, al momento i principali ostacoli alla produzione sono la carenza di manodopera e la domanda assente, ma anche il finanziamento è sempre più considerato un freno. Questo clima di mercato sfavorevole trova riscontro anche nel calo delle licenze di costruzione. L'attività edilizia dovrebbe restare debole nei prossimi mesi. Nel medio termine, ciò potrebbe esacerbare la carenza di offerta soprattutto nel segmento residenziale, limitando la possibilità di ribasso dei prezzi.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 6,2%	2023: 6,1%
2024: 2,4%	2024: 2,7%

A marzo, a causa degli effetti base dell'energia, l'inflazione annuale dei prezzi al consumo è scesa dall'8,7% al 7,4%, mentre la variazione mensile è rimasta allo 0,8%. Anche il calo dell'inflazione dei prezzi alla produzione dal 15,8% al 7,5% deriva perlopiù dai prezzi dell'energia. L'inflazione di fondo dei prezzi al consumo ha invece continuato a salire all'attuale 5,8%, trainata dai persistenti aumenti dei prezzi nel settore dei servizi. A nostro avviso, i valori massimi non sono ancora stati raggiunti.

## Francia

### Il grande divario

#### Crescita del PIL

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

All'inizio del T2 2023 si è ulteriormente accentuato il quadro di un'economia a due velocità: secondo le indagini condotte tra i responsabili degli acquisti del settore, ad aprile in Francia i servizi hanno continuato ad acquistare slancio, mentre dai dati relativi al settore manifatturiero è emerso per la terza volta consecutiva un indebolimento della dinamica. Nel raffronto tra i due indici PMI, attualmente il divario a favore dei fornitori di servizi, pari a 10,8 punti, è il più ampio da quando i dati sono stati resi disponibili nel maggio 1998. È difficile che questo dato cambi rapidamente nei prossimi mesi. Nel settore dei servizi, il turismo beneficia notevolmente del ritorno dei visitatori esteri, mentre l'industria manifatturiera continua a risentire degli alti costi di finanziamento e dell'energia. Resta da vedere in che misura le ultime indagini condotte presso imprese ed economie domestiche hanno risentito delle recenti proteste contro la riforma pensionistica. In ogni caso, va notato il fatto che un indicatore dell'agenzia statistica INSEE, che mira a identificare i punti di svolta dell'economia, è sceso al valore più basso dal maggio 2020. Secondo l'INSEE, il valore attuale equivale a un «contesto economico sfavorevole». La nostra previsione tiene conto di questa valutazione.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 4,9%	2023: 5,3%
2024: 2,2%	2024: 2,7%

In Francia il tasso d'inflazione è ancora inferiore a quello degli altri due grandi Stati membri dell'UE, ossia Germania e Italia. Tuttavia, di recente nel Paese l'inflazione è scesa più lentamente che nel resto dell'eurozona. I motivi sono l'incremento dell'imposta sul tabacco, ma soprattutto il continuo rincaro dei prodotti alimentari. Inoltre, gli scioperi delle scorse settimane hanno spinto ancora al rialzo i prezzi della benzina. L'aumento delle tariffe sanitarie indebolirà ulteriormente il potere d'acquisto.

## Italia

### Netto calo dei prezzi dell'energia

Probabilmente lo sviluppo più importante in Italia al momento è il rapido calo dell'inflazione. Da novembre 2022 l'inflazione primaria è scesa dall'11,8% al 7,6% (marzo 2023) sulla scia del calo del 18% dei prezzi dell'energia nello stesso periodo. Come in altri Paesi europei, l'inflazione di fondo è rimasta più ostinata, ma anche i prezzi di beni e servizi (esclusi alimentari ed energia) sono molto diminuiti a marzo. Resta da vedere se marzo è stato un'anomalia, dato che le prospettive della domanda dei consumatori privati sembrano ancora positive, almeno nel breve periodo, il che potrebbe sostenere la pressione inflazionistica: la crescita dei salari nominali continua ad accelerare riducendo il divario con l'inflazione, e ciò ha contribuito all'ulteriore normalizzazione della fiducia dei consumatori nel mese. Secondo l'indice dei responsabili degli acquisti, a marzo i fornitori di servizi hanno registrato la migliore nuova attività da novembre 2021. Restiamo però dell'avviso che in assenza di stimoli fiscali e con l'inasprimento della politica monetaria i segnali di rallentamento della crescita economica si moltiplicheranno verso fine 2023 e al più tardi nel 2024.

## Spagna

### Ottimo clima di mercato

Gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) hanno recentemente evidenziato una netta ripresa del sentiment in Spagna, molto superiore a quella dell'intera eurozona. Se il PMI dell'industria dell'eurozona si è attestato ben al di sotto della soglia di crescita di 50, quello della Spagna l'ha decisamente superata con 51,3 punti a marzo. Nel mese il PMI spagnolo dei servizi ha raggiunto quota 59,4, il valore più alto dell'eurozona. Secondo i risultati dell'indagine, il principale driver è l'elevato livello di nuove attività. Anche la componente occupazionale continua a indicare un netto incremento delle assunzioni. I dati preliminari del PMI di aprile per tutta l'eurozona sono già disponibili, ma quelli spagnoli devono ancora essere resi noti. Tuttavia, il comunicato stampa ufficiale suggerisce che il nuovo rialzo del PMI complessivo dell'eurozona non proviene da Francia e Germania. Pertanto, le prospettive per l'economia spagnola dovrebbero restare favorevoli.

## Svizzera

### Minore pressione sui prezzi

#### Crescita del PIL

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

I dati economici disponibili continuano a oscillare senza una direzione ben precisa. Mancano forti impulsi alla crescita, anche se i problemi delle catene logistiche nell'industria sono in gran parte risolti. Anche in Svizzera, dall'inizio dell'anno si è registrato un divario tra gli indici dei responsabili degli acquisti dell'industria e quelli dei servizi. Rispetto all'edilizia o a gran parte dell'economia di esportazione, i fornitori di servizi sono meno esposti a ostacoli come l'aumento dei costi di finanziamento o l'indebolimento della domanda sui mercati mondiali. Tuttavia, gli impulsi precedenti vengono gradualmente meno anche per loro: una peculiarità degli anni dal 2020 al 2022 è stato l'intenso turismo interno, che ha assicurato agli hotel svizzeri un gran numero di pernottamenti da parte di ospiti nazionali anche quando le misure di contenimento della pandemia erano più rigorose. Inoltre, i consumatori con un elevato potere d'acquisto rimasti a casa hanno sostenuto la domanda nel settore delle vendite al dettaglio. Questo stimolo degli anni scorsi è venuto a mancare. Ad aprile i voli dall'aeroporto di Zurigo sono tornati per la prima volta ai livelli pre-pandemia. Difficilmente il bilancio del turismo nel 2023 sarà favorevole come negli anni precedenti.

#### Inflazione

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

A livello di produttori, le pressioni inflazionistiche si attenuano. A giugno 2022 l'indice dei prezzi alla produzione e all'importazione è salito del 6,9% su base annua, mentre il rincaro annuo a questo livello era ancora del 2,1% nel marzo 2023. Il calo dei costi dell'energia e dei trasporti e il rafforzamento del franco rispetto al dollaro USA contribuiscono a distendere la situazione. Questo sviluppo non troverà rapido riscontro sui prezzi al consumo: l'aumento degli affitti nel T4 2023 e nel 2024 sarà incluso nella valutazione dell'indice nazionale dei prezzi al consumo.

## Regno Unito

### Pressione ostinata sui prezzi

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: -0,1%	2023: -0,2%
2024: 0,6%	2024: 0,8%

La crescita mensile del PIL dello 0,0% a febbraio rispetto al mese precedente è stata leggermente inferiore alle aspettative del consensus, ma superiore alle nostre. La produzione industriale e nel settore dei servizi è in lieve calo rispetto al mese precedente. Ora gli effetti degli scioperi sono visibili nei dati. Il settore pubblico è stato il più colpito per via degli scioperi degli insegnanti, ma il resto del settore dei servizi ha nuovamente evidenziato una crescita sostenuta. Nel complesso, i consumi privati rimangono più vigorosi del previsto, vista l'inflazione ancora tenace. A marzo dovremmo osservare un'inversione dell'effetto degli scioperi. Grazie all'accelerazione della crescita nei primi due mesi dell'anno, non ci aspettiamo più un'espansione negativa per il T1 e abbiamo rivisto leggermente al rialzo le nostre previsioni di crescita del PIL per quest'anno, portandole al -0,1%. Abbiamo posticipato di tre mesi i trimestri di crescita negativa (al T2 e T3 2023). Anche gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) sono tornati in netto rialzo ad aprile. Tuttavia, ci aspettiamo che la politica monetaria più restrittiva abbia un effetto ritardato sull'attività economica e che i driver positivi per i consumi privati si indeboliscano.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 6,9%	2023: 6,4%
2024: 2,7%	2024: 2,8%

A marzo l'inflazione è stata più alta del previsto e rimane oltre il 10%. L'inflazione di fondo si dimostra particolarmente ostinata. Tuttavia, anche l'inflazione dei prezzi dei prodotti alimentari ha continuato a salire a marzo, raggiungendo il massimo degli ultimi 45 anni. Quest'anno l'inflazione potrebbe scendere a causa degli effetti base nel settore energetico, ma la crescita dei salari ancora sostenuta per via delle condizioni tese sul mercato del lavoro continua a rappresentare un ostacolo.

## Cina

### Ripresa trainata dai consumi

#### Crescita del PIL

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

La pubblicazione dei dati ufficiali sul PIL del T1 ha confermato la ripresa dell'economia cinese, già segnalata dagli indicatori anticipatori. Tuttavia, l'economia cinese è cresciuta del 4,5% rispetto all'anno precedente, superando le nostre aspettative. La ripresa è stata trainata in particolare dalla notevole spesa per consumi. Soprattutto i settori penalizzati dai severi lockdown, come le vendite al dettaglio di prodotti alimentari, gioielli, abbigliamento e ristorazione, sono tornati a evidenziare una notevole espansione. Malgrado la ripresa, la crescita delle vendite al dettaglio resta inferiore ai livelli pre-pandemia. Anche il mercato immobiliare continua a recuperare terreno, il che dovrebbe sostenere la ripresa economica di quest'anno. D'altro canto, l'industria è ancora un po' indietro. Abbiamo rivisto nettamente al rialzo le nostre previsioni di crescita del PIL per quest'anno, portandole al 5,8% alla luce della netta ripresa del T1. Prevediamo che la spesa per consumi si confermerà un importante driver anche nel T2. Tuttavia, l'obiettivo di crescita del 5% fissato dal governo per il 2023 è moderato e segnala che Pechino non intende avviare un programma di stimolo incisivo. Inoltre, la debolezza della domanda globale rappresenta un ostacolo per la crescita economica cinese.

#### Inflazione

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

A marzo il tasso d'inflazione cinese è stato sorprendentemente basso, pari allo 0,7% su base annua. Il nuovo calo dell'inflazione è ascrivibile ai beni di consumo, che hanno registrato rincari molto più lenti rispetto al mese precedente. L'inflazione di fondo è salita leggermente rispetto al mese precedente, ma la Cina rimane il Paese con il tasso d'inflazione più basso tra i mercati emergenti.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Per informazioni più dettagliate vi invitiamo a visitare il nostro sito web [www.swisslife-am.com/research](http://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 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 VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.