

Novembre / dicembre 2023

## Messaggi chiave

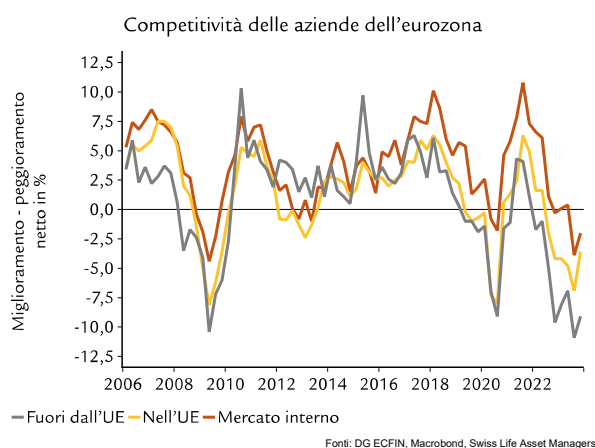
- Il conflitto tra Israele e Hamas comporta il rischio di un nuovo rincaro dell'energia, soprattutto per l'Europa
- Crescita economica migliore del previsto nel T3, soprattutto negli Stati Uniti e in Cina
- Prospettive ancora caute: la stretta monetaria lascia il segno, occhi di nuovo puntati sul debito pubblico

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

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 9 ottobre 2023

## Grafico del mese



Dal 2022, sempre più aziende dell'eurozona affermano che la loro competitività sta peggiorando. Ciò risulta particolarmente evidente nei mercati esterni all'UE, soprattutto per le aziende tedesche. Uno dei motivi potrebbe essere il prezzo ancora alto dell'energia. La competitività delle industrie ad alta intensità energetica, come quelle chimiche, metallurgiche o cartarie, è particolarmente bassa. L'aumento della concorrenza è un problema anche per le aziende farmaceutiche e per le case automobilistiche, per queste ultime soprattutto a causa delle auto elettriche cinesi. Per questo, di recente l'UE ha avviato un'indagine anti-sovvenzioni contro le importazioni di auto elettriche cinesi.

## Stati Uniti

### Un Paese in preda al consumismo

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 2,4%	2023: 2,2%
2024: 0,6%	2024: 0,9%

Secondo la prima stima del PIL, nel T3 2023 l'economia USA è cresciuta dell'1,2% rispetto al trimestre precedente. Si tratta di un'accelerazione significativa e dell'espansione più sostenuta da fine 2021, ma la crescita è stata unilaterale. I principali driver sono stati i consumi privati eccezionalmente vigorosi e l'aumento delle scorte. Anche la spesa pubblica ha favorito ancora la crescita, il che è un segnale problematico vista la situazione del bilancio, mentre gli investimenti e il contributo del commercio estero hanno ristagnato. Quanto ai consumi privati, è particolarmente degno di nota il desiderio irrefrenabile di acquistare beni durevoli. Anche se la spesa per i servizi ha continuato a riprendersi, a differenza di quanto avvenuto in altri Paesi non abbiamo osservato il passaggio dalla spesa per i beni a quella per i servizi previsto dopo la fine della pandemia. Ciò potrebbe anche spiegare perché gli ordini di beni durevoli hanno avuto un buon andamento a settembre e perché, secondo gli indici dei responsabili degli acquisti, l'industria manifatturiera USA è più solida di quella europea. Tuttavia, il vigore dei consumi è andato a scapito della quota di risparmio, che ora è più bassa. A settembre i redditi reali delle economie domestiche sono persino diminuiti per il secondo mese consecutivo. Confermiamo la nostra valutazione cauta per i prossimi trimestri, ma in seguito agli ottimi dati del T3 abbiamo dovuto rivedere leggermente al rialzo le previsioni di crescita per il 2023 e il 2024.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 4,2%	2023: 4,1%
2024: 2,8%	2024: 2,6%

A settembre il tasso d'inflazione ha continuato a diminuire, ma nel T3 i prezzi dei servizi (energia esclusa) hanno riacquisito un po' di slancio, il che non sorprende dato il vigore dei consumi. Solo il previsto rallentamento dell'economia porterà sollievo, anche sul fronte della pressione salariale ancora alta: di recente, con gli scioperi i sindacati sono riusciti a strappare netti aumenti salariali alle case automobilistiche.

## Eurozona

### Il conflitto in Medio Oriente

#### Crescita del PIL

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

Gli indici preliminari dei responsabili degli acquisti di ottobre per l'industria e per i servizi indicano un continuo rallentamento della dinamica economica nell'eurozona. Anche il conflitto tra Israele e Hamas, scoppiato agli inizi di ottobre, potrebbe avere un impatto più significativo sull'economia dell'eurozona che su quella USA, ad esempio. L'effetto del crollo della domanda da parte di Israele sarà probabilmente modesto: le esportazioni verso Israele rappresentano solo lo 0,2% del PIL dell'eurozona. Tuttavia, la guerra rischia di far salire i prezzi di petrolio e gas, il che causerebbe una nuova accelerazione dell'inflazione nell'eurozona e frenerebbe l'attività economica. Nello scenario meno negativo, in cui il conflitto resta circoscritto a Israele e ai territori palestinesi, non prevediamo un netto rincaro dell'energia. Se, come al momento sembra sempre più probabile, la guerra dovesse estendersi ad altri Paesi arabi come il Libano e la Siria, dove diversi gruppi godono del sostegno dell'Iran, ci aspettiamo un aumento della volatilità dei prezzi dell'energia e un premio di rischio dovuto all'incombente minaccia di un conflitto diretto con l'Iran. Tuttavia, a nostro avviso solo lo scenario peggiore di una guerra tra Israele e Iran, che coinvolgerebbe anche altre grandi potenze come gli Stati Uniti e la Cina, causerebbe un rincaro significativo e prolungato dell'energia.

#### Inflazione

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

A ottobre, l'inflazione primaria nell'eurozona è scesa al 2,9%, il minimo degli ultimi due anni e più, e ora è nettamente inferiore all'inflazione di fondo, pari al 4,2%. Una quota significativa è rappresentata dal calo dei prezzi dell'energia. La pressione sui prezzi si è attenuata notevolmente anche per i beni di base. Un'escalation in Medio Oriente pone rischi al rialzo per l'inflazione, ma, d'altro canto, la dinamica economica più debole del previsto pone rischi al ribasso.

## Germania

### Nessun motivo di ottimismo

#### Crescita del PIL

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

Secondo le prime stime, nel T3 l'economia tedesca si è contratta dello 0,1%, un po' meno di quanto ci aspettavamo. Inoltre, i dati del T1 e del T2 2023 sono stati rivisti al rialzo allo 0,1% e allo 0,0%, quindi, dopo tutto, la Germania non era in recessione tecnica. Tuttavia, guardando al futuro abbiamo pochi motivi di ottimismo e riteniamo che il Paese si trovi effettivamente in recessione. Le nostre previsioni non sono ancora più basse per due motivi: la solidità del mercato del lavoro e il leggero sostegno che dovrebbe giungere dai consumi privati, ma di recente i rischi al ribasso per entrambi i fattori sono aumentati. Secondo l'indice dei responsabili degli acquisti, per la prima volta dopo la pandemia l'occupazione è scesa anche nei servizi e il declino nell'industria ha continuato a intensificarsi, malgrado il rallentamento del calo della produzione e dei nuovi ordinativi. Anche la fiducia dei consumatori ha continuato a deteriorarsi a ottobre, confermando la tendenza al ribasso in atto da maggio. A causa dei nuovi rincari dell'energia e dei maggiori timori per la disoccupazione, le economie domestiche sono tornate più pessimiste riguardo al reddito atteso, anche se si prevede un ulteriore calo dell'inflazione primaria e un aumento dei salari.

#### Inflazione

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

Quando cercava nuovi fornitori di gas dopo lo scoppio della guerra in Ucraina, a fine 2022 la Germania ha firmato un accordo con il Qatar per l'importazione di gas naturale liquefatto che già all'epoca era stato pesantemente criticato. Con lo scoppio del conflitto tra Israele e Hamas, che gode del sostegno del Qatar, le critiche si sono fatte ancora più aspre. Finché il Qatar svolgerà anche il ruolo di mediatore in Medio Oriente, l'accordo dovrebbe restare in vigore, ma un'escalation del conflitto aumenterebbe l'incertezza riguardo alle forniture di gas, causando rincari.

## Francia

### Disavanzo record

#### Crescita del PIL

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

Come negli Stati Uniti, nel 2023 la politica fiscale ha sostenuto la crescita ed è riuscita a mitigare gli effetti della stretta monetaria, ossia l'aumento dei costi di finanziamento per le imprese e i proprietari di abitazioni. Il risultato è un disavanzo pubblico record nel corso dell'anno. Il saldo negativo cumulato fino ad agosto supera persino i valori registrati durante la pandemia del 2020. Ciò riporta in auge il tema della sostenibilità del debito pubblico. Sui mercati finanziari, il premio di rischio dei titoli di Stato francesi è già tornato a salire rispetto a quello degli omologhi tedeschi e attualmente supera la media di lungo periodo degli ultimi vent'anni di oltre una deviazione standard. Oltre a questo deterioramento delle condizioni strutturali, anche gli indicatori ciclici mostrano un ulteriore rallentamento della dinamica economica. Ad esempio, un indicatore dell'Institut national de la statistique et des études économiques (Insee) segnala un clima economico decisamente sfavorevole per ottobre 2023: negli ultimi cinque anni, questo indicatore è stato inferiore al valore attuale solo in quattro mesi e tre di queste quattro osservazioni si sono verificate durante le misure di contenimento della pandemia.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 4,9%	2023: 5,0%
2024: 2,4%	2024: 2,7%

Non sono ancora disponibili dati dettagliati sull'andamento dell'indice dei prezzi al consumo per ottobre, ma la stima preliminare dell'Insee ha confermato la nostra ipotesi secondo cui gli effetti base e il rallentamento della dinamica economica hanno fatto scendere ancora l'inflazione primaria. Di conseguenza, l'ultimo tasso d'inflazione si è attestato al 4%, ossia il 2% in meno rispetto al valore di gennaio 2023. Nel nostro scenario di riferimento, e ipotizzando prezzi dell'energia stabili, l'inflazione dovrebbe tornare sotto il 2% da ottobre 2024.

## Italia

### Squilibrio di bilancio

Nel T3 i rendimenti dei titoli di Stato dei Paesi dell'eurozona hanno evidenziato un aumento generalizzato. Insieme a un disegno di legge di bilancio del governo che trasuda poca voglia di risparmiare, il dibattito sulla sostenibilità del debito italiano si è riaperto e lo spread tra i titoli di Stato italiani e tedeschi si è ampliato ancora. La temuta revisione del rating dell'Italia da parte di S&P non si è concretizzata a ottobre, mentre le revisioni di Fitch e Moody's sono ancora in sospeso mentre scriviamo. Il governo italiano prospetta un miglioramento del deficit primario (deficit al netto degli interessi) dal -1,5% del PIL nel 2023 al -0,2% nel 2024, che però si basa su ipotesi di crescita del PIL a nostro avviso troppo ottimistiche formulate dal governo (1,2% a fronte dello 0,5% da noi previsto per il 2024). Al contempo, l'onere degli interessi previsto aumenta negli anni, quindi, malgrado il consolidamento fiscale atteso, alquanto debole, il deficit complessivo non dovrebbe scendere sotto la soglia di Maastricht del 3% del PIL prima del 2026.

## Spagna

### Rallentamento invernale

Rispetto alla Germania, la Spagna è molto meno colpita dal deterioramento della posizione competitiva delle aziende dell'eurozona (cfr. grafico del mese). Nel Paese, nel T3 il peggioramento più netto della posizione competitiva è stato registrato dalle aziende dei settori dell'abbigliamento, della plastica, della carta e dei metalli. La competitività dei produttori di componenti metallici, veicoli, mobili e prodotti farmaceutici è invece migliorata nello stesso periodo. Nel complesso, nel T3 l'economia spagnola ha registrato una crescita dello 0,3% leggermente superiore alle nostre aspettative, cui hanno contribuito sia i consumi che il commercio. Tuttavia, la politica monetaria restrittiva sta lasciando il segno anche sull'economia spagnola: nel T3 gli investimenti erano già in calo e di recente la domanda di credito delle aziende ha subito nuovamente un netto deterioramento. Inoltre, da agosto la fiducia dei consumatori è tornata a peggiorare, nonostante il calo dell'inflazione. Per i trimestri invernali, prevediamo quindi un indebolimento della dinamica economica anche in Spagna.

## Svizzera

### Crescita zero

#### Crescita del PIL

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

Dal T2 di quest'anno, l'economia svizzera naviga a vista e all'inizio del T4 la situazione non è cambiata: lo confermano gli indicatori disponibili finora, come il valore di ottobre del barometro economico del Centro di ricerca congiunturale del Politecnico federale di Zurigo. A ottobre l'indice dei responsabili degli acquisti per l'industria è sceso bruscamente a 40,6 punti. I motivi principali di questo nuovo calo sono la netta contrazione della produzione rispetto a settembre e il portafoglio ordini sottotono, che non fa presagire una rapida inversione di tendenza. In passato, quando l'indice dei responsabili degli acquisti evidenziava valori così bassi l'economia svizzera era in recessione. Non a caso, di recente si sono moltiplicate le notizie sulla perdita di posti di lavoro nell'economia nazionale. L'espansione continua a essere trainata dalla domanda dei consumatori nazionali e dalla crescita demografica. Secondo la Segreteria di Stato della migrazione (SEM), con l'eccezione di luglio, finora dal 2014 i dati mensili sull'immigrazione netta hanno raggiunto ogni mese livelli record.

#### Inflazione

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

Dopo il netto calo dell'inflazione nei mesi estivi, nel T4 2023 l'aumento degli affitti esistenti confluirà nel calcolo dei prezzi al consumo. Insieme all'incremento delle tariffe dell'elettricità e all'aumento dell'aliquota IVA all'inizio del 2024, gli affitti più alti faranno risalire il tasso d'inflazione poco oltre il 2% nel T1 2024. Le dinamiche geopolitiche comportano rischi opposti per le previsioni nel breve periodo: da un lato, a ottobre i prezzi dell'energia sono saliti notevolmente e, dall'altro, l'apprezzamento del franco svizzero fa scendere i prezzi delle importazioni.

## Regno Unito

### Svolta sul mercato del lavoro

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,5%	2023: 0,4%
2024: 0,3%	2024: 0,3%

Nel complesso, i dati mensili del PIL hanno superato le nostre aspettative caute, inducendoci a rivedere leggermente al rialzo le previsioni per il 2023. Tuttavia, ciò non cambia il quadro economico del Regno Unito, che dall'inizio del 2022 evidenzia perlopiù un andamento laterale e non mostra driver di crescita. La Bank of England dovrebbe interrompere gli interventi, ma il peso della politica monetaria restrittiva si fa sentire. Secondo vari indicatori, nella migliore delle ipotesi i prezzi delle abitazioni ristagnano o sono persino in netto calo. Inoltre, dopo mesi di ripresa, a ottobre la fiducia dei consumatori è di nuovo crollata, soprattutto a causa del deterioramento delle prospettive economiche. Ciò trova riscontro nei dati ancora deboli delle vendite al dettaglio, che sono fermi da inizio 2023 e nel T3 hanno persino perso slancio. Una nota positiva è che al momento, grazie al calo del tasso d'inflazione, i salari reali aumentano, ma questa crescita dovrebbe scemare a causa della svolta del mercato del lavoro e del calo dell'occupazione nel T3. Gli indici dei responsabili degli acquisti di ottobre non indicano un miglioramento nel T4, soprattutto nel settore dei servizi. In assenza di driver di crescita, la nostra previsione di crescita del PIL per il 2024 rimane cauta, allo 0,3%.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 7,5%	2023: 7,4%
2024: 3,0%	2024: 3,1%

L'inflazione britannica è una fonte inesauribile di sorprese. Dopo l'inatteso ribasso di agosto, i dati di settembre un po' più alti del previsto hanno reso necessaria una revisione delle previsioni. Nel complesso, l'inflazione di fondo continua a evidenziare una tendenza al ribasso, più per i prezzi dei beni di base che per quelli dei servizi. A nostro avviso, nel T1 2024 l'inflazione di fondo scenderà di nuovo sotto il 5% dall'attuale 6,1%.

## Cina

### Consumi top, immobili flop

#### Crescita del PIL

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

La crescita del PIL cinese del T3 2023, pari al 4,9%, è stata più sostenuta del previsto. Anche i dati mensili di settembre relativi all'industria e ai consumi hanno evidenziato un netto aumento. Le prospettive dei consumi sono decisamente incoraggianti: oltre alle vendite al dettaglio di settembre, salite di ben il 5,5% rispetto all'anno precedente, anche gli indicatori degli incassi giornalieri dei cinema sono in continuo miglioramento. Intanto, il tasso di disoccupazione è sceso dal 5,2% al 5,0% e la quota di risparmio delle economie domestiche si avvicina ai livelli pre-pandemia, a suggerire che le economie domestiche sono meno preoccupate per le loro aspettative di reddito e sono tornate a spendere. Pertanto, rivediamo al rialzo la nostra previsione sul PIL per il 2023 dal 5,0% al 5,4%. Intanto, il settore immobiliare si conferma il punto debole dell'economia. Sia gli investimenti che le vendite continuano a diminuire a causa dello shock della fiducia che ha colpito gli investitori del settore. Tuttavia, l'aspetto positivo è che sempre più immobili già venduti vengono effettivamente completati. Nel tempo, ciò potrebbe contribuire a ristabilire la fiducia, in quanto gli acquirenti di abitazioni da completare sono sempre più sicuri di ottenere le proprietà per cui hanno pagato.

#### Inflazione

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

I dati sull'inflazione cinese di settembre sono rimasti deboli, con un tasso d'inflazione primaria dello 0,0%. Se nei settori del tempo libero e dei trasporti i prezzi salgono leggermente, quelli dei beni legati all'immobiliare restano deboli, riflettendo la continua fragilità di questo settore. I prezzi alla produzione sono rimasti in territorio deflazionistico al -2,5% su base annua, ma sono saliti leggermente rispetto al mese precedente.

## 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 Fler**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fler@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 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.