

Marzo 2023

## Messaggi chiave

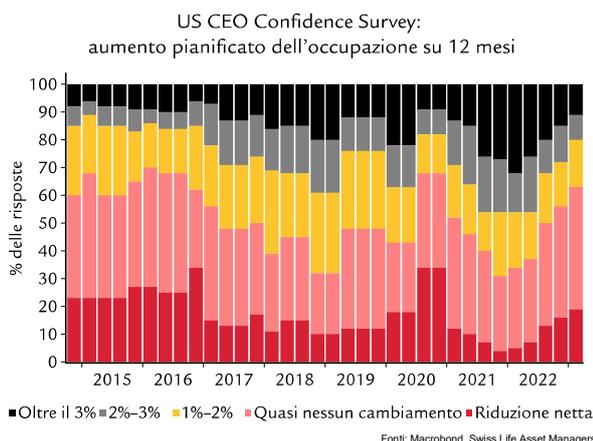
- Stati Uniti: buon inizio d’anno, ma ulteriori pressioni sulla Federal Reserve per un aumento dei tassi
- Eurozona: meno pressioni inflazionistiche dal lato dell’energia, ma effetti di secondo impatto più intensi
- Cina: l’economia continua a riprendersi, grazie al recupero del settore dei servizi

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

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 13 febbraio 2023

## Grafico del mese



Il mercato del lavoro USA è in fermento: una recessione appare improbabile. Il problema è che i dati sull’occupazione o sulla disoccupazione non tengono il passo con l’economia. I numerosi posti di lavoro vacanti non indicano ancora una netta inversione di tendenza sul mercato del lavoro, mentre i dati ufficiali delineano un quadro migliore rispetto agli indicatori alternativi agli annunci di lavoro online. Tuttavia, è interessante notare che secondo l’indagine tra i CEO i piani occupazionali a medio termine si sono normalizzati e secondo il sondaggio NFIB anche le PMI USA sono tornate meno dinamiche. Si profila quindi una certa distensione sul mercato del lavoro statunitense.

## Stati Uniti

### Inizio d'anno positivo

#### Crescita del PIL

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

Dall'economia USA sono giunti forti segnali di vita a gennaio. Dopo le scarse vendite natalizie, nel mese di gennaio i consumi statunitensi hanno evidenziato una ripresa, generando vendite sostenute sia di beni che di servizi. Ciò ha trovato riscontro anche in un netto miglioramento dell'indagine ISM tra i fornitori di servizi, che nel mese precedente segnalava l'inizio di una recessione. In base alle osservazioni, sia la debolezza di dicembre sia il vigore di gennaio sono stati esacerbati dagli effetti meteorologici, ovvero un inizio dell'inverno molto rigido a dicembre e temperature insolitamente elevate in gran parte degli Stati Uniti a gennaio, che hanno favorito in particolare le vendite dei ristoranti. Tuttavia, dai dati ancora solidi delle indagini di febbraio emerge che forse gennaio non è stato un fuoco di paglia e che la recessione da molti prevista non è ancora alle porte (cfr. anche il grafico del mese). Il vigore dei dati economici e d'inflazione potrebbe però indurre la Fed a intervenire ancora sui tassi, rendendo più probabile una recessione. Anche il nostro scenario di riferimento continua a prevedere una lieve recessione negli Stati Uniti, ma l'inizio del rallentamento economico è slittato alla seconda metà del 2023, con la possibilità che l'economia USA resti a galla ancora più a lungo.

#### Inflazione

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

Per una volta, la pubblicazione del deflatore della spesa per consumi («PCE»), la misura dell'inflazione preferita dalla Fed, ha rubato la scena all'indice dei prezzi al consumo. Essendo pubblicato in differita, di solito riceve poca attenzione. Tuttavia, contro ogni aspettativa, a gennaio l'inflazione primaria e di fondo della spesa per consumi è salita, rispettivamente, al 5,4% e al 4,7%. L'inflazione di fondo ostinatamente elevata e ancora lontana dall'obiettivo del 2% della Fed ha recentemente alimentato le aspettative di ulteriori rialzi dei tassi.

## Eurozona

### Un piano industriale «green»

#### Crescita del PIL

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

Dopo la nuova revisione al ribasso della crescita del PIL tedesco per il T4 2022 e la delusione sul fronte della produzione industriale di dicembre, vi è un leggero rischio al ribasso anche per la stima finale del PIL dell'eurozona (che sarà pubblicata dopo questo commento). Per il 2023 confermiamo la nostra previsione di crescita cauta e non ravvisiamo alcun driver significativo nemmeno per il 2024. Un rischio al rialzo nel medio termine deriva dall'aumento della spesa pubblica e dalla semplificazione normativa nell'UE in risposta all'Inflation Reduction Act statunitense. I sussidi previsti per gli investimenti sostenibili e le ulteriori misure protezionistiche negli Stati Uniti rappresentano un rischio per la competitività dell'Europa. All'inizio di febbraio l'UE ha quindi presentato il piano industriale del Green Deal, i cui pilastri sono un contesto normativo prevedibile e semplificato, un accesso più rapido ai finanziamenti, un miglioramento delle competenze e un commercio aperto per catene logistiche resilienti. Tuttavia, al momento non sono previsti finanziamenti oltre a quelli già stanziati nell'ambito dei programmi NGEU e REPowerEU, e l'esatta attuazione rimane poco chiara.

#### Inflazione

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

I dati sull'inflazione di gennaio sono stati fortemente influenzati da modifiche tecniche. In generale, l'inflazione di fondo ha sorpreso al rialzo e con la nuova ponderazione dell'indice dei prezzi armonizzato il contributo delle componenti di fondo al nostro percorso d'inflazione aumenta. Tuttavia, grazie all'ulteriore distensione sul fronte energetico, ora non prevediamo più nuovi rincari dell'energia per le economie domestiche nel T2 2023. Al momento la fornitura di gas per l'inverno 2023/24 sembra assicurata, ma i rischi restano elevati.

## Germania

### Nuovo percorso dell'inflazione

#### Crescita del PIL

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

Dopo i dati deludenti di dicembre sulle vendite al dettaglio e sulla produzione industriale, la crescita del PIL per il T4 2022 è stata nuovamente rivista al ribasso dal -0,2% al -0,4%. Il clima di mercato sembra essere leggermente migliorato per il T1 2023. L'indice dei responsabili degli acquisti per i servizi ha continuato a recuperare terreno e ora è di nuovo nettamente oltre la soglia di crescita di 50 punti, probabilmente anche grazie al clima più mite. Secondo l'indagine ifo, le aspettative sono migliorate soprattutto nel settore della ristorazione, dove sono in territorio positivo per la prima volta dal giugno 2022. Anche sul fronte delle aspettative occupazionali l'aumento maggiore ha riguardato questo settore. Nell'industria, recentemente l'indice dei responsabili degli acquisti è rimasto sotto i 50 punti, ma la delusione è ascrivibile perlopiù a un'ulteriore normalizzazione dei tempi di consegna. Secondo l'indagine ifo, nonostante i recenti lievi aumenti, le aspettative sono positive solo per cinque dei 24 settori, e al momento in testa vi sono i produttori di abbigliamento. Secondo GfK, pur essendo migliorata a febbraio per il quinto mese consecutivo, la fiducia dei consumatori rimane storicamente bassa. Prevediamo ancora un'espansione negativa nel T1 e quindi una recessione tecnica in Germania, inoltre non ravvisiamo alcun driver di crescita significativo nei prossimi trimestri e ci aspettiamo solo una debole ripresa.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 6,0%	2023: 6,2%
2024: 2,3%	2024: 2,7%

I dati sull'inflazione di gennaio sono stati inferiori alle attese (8,7%), soprattutto a causa di modifiche tecniche (nuove ponderazioni e indicizzazione al 2020). Il tasso d'inflazione per il 2022 è stato rettificato dal 7,9% al 6,9%. I pesi più alti del previsto per l'inflazione di fondo e più bassi del previsto per l'energia fanno salire le previsioni d'inflazione per quest'anno. Tuttavia, ora non prevediamo più un nuovo rincaro dell'energia nel T2.

## Francia

### Inflazione ostinata

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 0,5%	2023: 0,4%
2024: 1,3%	2024: 1,2%

I segnali sull'andamento dell'economia nel T1 2023 rimangono contrastanti: la fiducia delle imprese nel settore dei servizi è migliorata sia secondo l'indice dei responsabili degli acquisti sia secondo l'indagine dell'istituto statistico Insee. Tuttavia, i responsabili degli acquisti del settore manifatturiero segnalano un nuovo calo degli ordinativi dall'estero. Lasciamo invariate le previsioni di crescita del PIL, notando che le stime del consensus per il 2023 si sono avvicinate alla nostra valutazione. Di fatto, la dinamica economica si sta indebolendo a causa dell'aumento del costo della vita e dei costi di finanziamento. L'ultima indagine trimestrale della Banca centrale europea mostra che di recente gli istituti di credito francesi hanno inasprito notevolmente le condizioni di erogazione dei prestiti alle imprese e alle economie domestiche. Pertanto, la normalizzazione della politica monetaria sta raggiungendo l'economia reale. Una caratteristica importante della crescita debole prevista in molti Paesi industrializzati resta, a nostro avviso, il fatto che non comporterà un netto aumento della disoccupazione. Nel caso della Francia, ad esempio, ciò è confermato dall'indagine di febbraio tra i responsabili degli acquisti: nonostante il calo della produzione e il trend negativo dei nuovi ordinativi, le aziende continuano ad assumere personale.

#### Inflazione

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

Come previsto, il tasso d'inflazione è tornato a salire all'inizio dell'anno. In particolare, il trasferimento dei prezzi dell'energia elettrica alle economie domestiche è stato incluso nel calcolo preliminare dell'indice dei prezzi al consumo di febbraio. Tuttavia, ciò non è sufficiente a spiegare l'aumento del rincaro annuo al 6,2%, che così è tornato sul livello più alto dall'introduzione dell'euro. Tra l'altro, anche l'inflazione dei beni alimentari rimane ostinatamente alta.

## Italia

### Crisi energetica superata per ora

L'Italia, come il resto dell'Europa, ha affrontato bene la crisi energetica grazie all'inverno mite. A differenza di altri Paesi fortemente dipendenti dalle importazioni di gas, come la Germania, nel 2022 l'industria e le economie domestiche hanno ridotto i loro consumi di gas rispettivamente solo del 3% e del 4% (rispetto alla media del 2019-21). Questo dato è sorprendente perché i prezzi di elettricità e gas per le economie domestiche in Italia sono aumentati più che in Germania, Francia o Spagna. Tuttavia, con il recente calo dei prezzi all'ingrosso di elettricità e gas, nel 2023 per le economie domestiche si prospetta un certo sollievo. A febbraio la fiducia dei consumatori è decisamente migliorata, soprattutto perché le economie domestiche sono di nuovo più ottimiste sulla loro situazione finanziaria futura. Grazie alla situazione politica sorprendentemente stabile, ai gradualisti miglioramenti sul mercato del lavoro e ai fondi stanziati nell'ambito del programma Next Generation EU, dopo il ristagno economico invernale l'Italia dovrebbe tornare a registrare una crescita economica moderata, malgrado la stretta monetaria della BCE.

## Spagna

### Le riforme del lavoro funzionano

Storicamente, la Spagna ha uno dei tassi di disoccupazione più alti d'Europa. Ciò è ascrivibile in particolare a fattori strutturali e all'elevata percentuale di contratti a tempo determinato rispetto alla media europea. Per affrontare questi problemi strutturali, negli ultimi anni sono state avviate diverse riforme del mercato del lavoro. L'ultima è stata introdotta all'inizio del 2022, con l'obiettivo principale di regolamentare i contratti di lavoro a tempo determinato. È ancora presto per valutarne appieno l'impatto, ma dai dati emerge già un netto calo della quota di contratti a brevissimo termine (< 7 giorni) e un evidente spostamento verso i contratti a tempo indeterminato. Ciò potrebbe spiegare perché il mercato del lavoro spagnolo si è dimostrato molto solido lo scorso anno. Nonostante un aumento minimo del tasso di disoccupazione nel T3 e nel T4 2022, il numero di posti di lavoro vacanti resta relativamente alto.

## Svizzera

### Nuovo aumento dell'inflazione

#### Crescita del PIL

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

Nel T4 2022 il prodotto interno lordo (PIL) della Svizzera ha sorprendentemente registrato un ristagno. I dati pubblicati il 27 febbraio dalla Segreteria di Stato dell'economia (SECO) indicano in particolare un contributo negativo alla crescita da parte del settore edilizio. Tuttavia, dopo le revisioni dei dati dei trimestri precedenti si registra ancora una crescita media sostenuta del 2,1% per l'intero 2022 rispetto all'anno precedente. Confermiamo le nostre ipotesi di base, secondo cui il rischio di una recessione tecnica sotto forma di due trimestri consecutivi di crescita negativa è basso e il rallentamento economico lascerà ben poche tracce sul mercato del lavoro. La nostra previsione di crescita del PIL per il 2023 rimane leggermente superiore alla stima del consensus. Il tasso di disoccupazione dovrebbe aumentare leggermente durante l'anno, passando dall'attuale 1,9% al 2,1%. Una caratteristica sorprendente dell'attuale situazione economica è la maggiore volatilità dei dati ad alta frequenza finora disponibili per il 2023. Esclusi i settori chimico e farmaceutico, che evidenziano una migliore tenuta dal punto di vista ciclico, soprattutto il settore manifatturiero risente del rallentamento dell'economia globale. Secondo le indagini tra i responsabili degli acquisti, il settore dei servizi, più orientato al mercato interno, è invece in espansione.

#### Inflazione

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

A gennaio il tasso d'inflazione è salito al 3,3%, come da noi previsto. In Svizzera, un gran numero di prezzi è fissato in base a criteri amministrativi, quindi l'effetto del rincaro dell'energia elettrica sull'indice dei prezzi al consumo ha appena iniziato a farsi sentire. Nei prossimi due anni si osserverà una dinamica analoga per le pigioni. A seguito del previsto rialzo del tasso di riferimento ipotecario, gli affitti esistenti aumenteranno da ottobre 2023. Il tasso d'inflazione salirà e scenderà nei prossimi mesi.

## Regno Unito

### Miglioramento del sentiment

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: -0,5%	2023: -0,8%
2024: 0,6%	2024: 0,7%

L'anno scorso l'economia britannica ha evitato di poco una recessione tecnica. Nel T4 2022, la crescita del PIL è stata dello 0,0% rispetto al trimestre precedente, dopo una contrazione dello 0,2% nel T3. I consumi delle economie domestiche nel T4 sono stati leggermente positivi, malgrado l'inflazione elevata che comprime il potere d'acquisto. Sebbene il T4 sia stato più vigoroso del previsto, la fine dell'anno è stata deludente, con una crescita mensile decisamente negativa a dicembre. Il settore dei servizi si è particolarmente indebolito a fine anno. Tuttavia, dall'inizio dell'anno gli indicatori anticipatori suggeriscono che il sentiment nell'economia è leggermente migliorato. Gli indici dei responsabili degli acquisti si sono impennati a febbraio, soprattutto grazie al settore dei servizi. Ciononostante, per il Regno Unito prevediamo ancora una recessione nel 2023, anche se un po' più lieve di quanto ipotizzato in precedenza. Gli scioperi a livello nazionale sono proseguiti a gennaio e febbraio. Inoltre, l'inflazione, in particolare i prezzi dei beni alimentari, si conferma elevata, nonostante il calo di gennaio. Ciò dovrebbe continuare a esercitare pressioni sul potere d'acquisto delle economie domestiche. Inoltre, è probabile che una politica monetaria più restrittiva limiti gli investimenti e che nel 2023 la politica fiscale fornisca un sostegno minore rispetto all'anno precedente.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 6,5%	2023: 6,7%
2024: 2,7%	2024: 2,9%

A gennaio l'inflazione, pari al 10,1%, è stata nettamente inferiore alle aspettative. Il calo è dovuto in particolare a una notevole diminuzione dei prezzi dei servizi e all'aggiornamento dei pesi usati per il calcolo, che viene effettuato all'inizio di ogni anno. A nostro avviso, il problema dell'inflazione nel Regno Unito persisterà: la solidità del mercato del lavoro dovrebbe mantenere alta la pressione salariale.

## Cina

### Ripresa anticipata

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 4,9%	2023: 5,2%
2024: 5,2%	2024: 5,1%

La ripresa economica della Cina acquista slancio. Il Capodanno cinese non ha scatenato una seconda ondata di Covid e le osservazioni suggeriscono una normalizzazione della situazione sanitaria. Intanto, gli indicatori di mobilità giornaliera e gli incassi dei cinema hanno già superato i livelli pre-pandemia. Oltre agli indicatori di mobilità e dei servizi, che tornano a salire dopo l'abolizione delle restrizioni anti-Covid, anche dal settore immobiliare giungono i primi segnali di miglioramento. Per la prima volta in 16 mesi, i prezzi delle abitazioni nuove hanno smesso di scendere e si sono stabilizzati rispetto al mese precedente. Ciò potrebbe essere ascrivibile alla crescente indulgenza delle autorità di regolamentazione nei confronti del settore. Tuttavia, nonostante le prospettive di crescita favorevoli, diversi fattori frenano la ripresa. Le vendite di case sono ancora in netto calo rispetto all'anno scorso, finora gli acquisti importanti come quelli di automobili rimangono deboli e al contempo il settore delle esportazioni non darà impulso all'economia come l'anno scorso, dato che la crescita globale rallenta. Confermiamo quindi la nostra previsione di crescita del 4,9% per quest'anno, che è inferiore alle aspettative del consensus.

#### Inflazione

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

Con l'abolizione delle restrizioni anti-Covid, la domanda di viaggi e intrattenimento è notevolmente aumentata, il che trova riscontro anche nei dati sull'inflazione di gennaio. L'inflazione di fondo è salita leggermente all'1% dallo 0,7% del mese precedente. Tuttavia, dato che la pressione sui prezzi rimane moderata e la ripresa economica necessita di sostegno, la banca centrale potrebbe tagliare ulteriormente i tassi.

## 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](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 VII's gt 1, NO-0161 Oslo.