

Aprile 2023

## Messaggi chiave

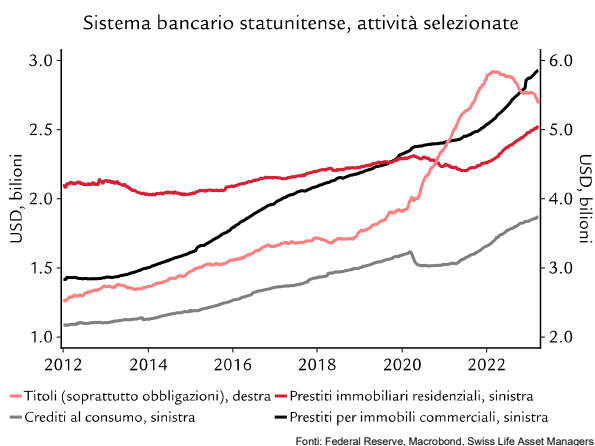
- Stati Uniti: le banche potrebbero erogare meno prestiti e inasprire le condizioni di finanziamento
- Eurozona: dati economici solidi e buona tenuta del settore bancario, ma driver di crescita in esaurimento
- Cina: le vendite al dettaglio e il settore immobiliare mostrano i primi segni di stabilizzazione

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

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

## Grafico del mese



Con l'aumento dei tassi, le banche USA registrano ingenti perdite sulle obbligazioni sicure, gli strumenti in cui hanno «parcheggiato» molto denaro nel 2020 e nel 2021. Se ben coperti, i rischi legati ai tassi d'interesse non sono un problema, perché la qualità di questi investimenti dovrebbe restare elevata anche in caso di recessione. Nelle fasi di recessione sono molto più problematiche le perdite di qualità dei prestiti o persino le crisi del credito. Il più grande boom creditizio degli ultimi 10 anni è stato quello degli immobili commerciali, un'area in cui le banche regionali sono molto attive. È quindi probabile che nei prossimi mesi i mercati finanziari concentrino l'attenzione su questo settore.

## Stati Uniti

### Erogazione di credito più cauta

#### Crescita del PIL

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

Le recenti turbolenze nel sistema bancario USA sono espressione di una crisi bancaria o finanziaria sistemica? A nostro avviso no, perché le rettifiche di valore non incidono sul portafoglio crediti delle banche (cfr. «Grafico del mese») e i deflussi di depositi possono essere tenuti sotto controllo con misure adeguate (aumento dei tassi sui depositi, immissioni di liquidità da parte della banca centrale). Il principale rischio economico è che le banche diventino molto più caute nel concedere prestiti, inasprando così le già rigide condizioni di finanziamento per aziende ed economie domestiche. Ciò rientra nel nostro scenario di riferimento e corrobora la nostra tesi secondo cui gli Stati Uniti si dirigono verso una recessione. Tuttavia, i dati economici pubblicati finora, che rappresentano uno sguardo allo specchietto retrovisore, non mostrano ancora segnali di debolezza. I dati del mercato del lavoro sono rimasti solidi e i dati preliminari dell'indice dei responsabili degli acquisti di marzo sono migliorati, soprattutto nel settore dei servizi. Di recente, anche il travagliato settore immobiliare ha mostrato segni di vita. I dati positivi, insieme alla continua pressione inflazionistica, complicano il lavoro della Federal Reserve, che probabilmente avvierà un'inversione di tendenza solo quando i segnali di recessione si faranno più pronunciati.

#### Inflazione

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

I dati sull'inflazione di febbraio non hanno ancora dato il cessato allarme. I prezzi dell'energia sono scesi su base mensile, ma quelli di servizi e alimentari hanno continuato a salire. Sorprende soprattutto l'inflazione persistentemente alta dei costi abitativi, malgrado il calo dei nuovi affitti e dei prezzi degli immobili. Per poter osservare un calo dell'inflazione primaria dal 6,0% di febbraio al 3,2% di dicembre 2023 (la nostra previsione), è necessario un netto raffreddamento dell'economia USA nella seconda metà dell'anno.

## Eurozona

### Migliore tenuta delle banche?

#### Crescita del PIL

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

Sebbene la BCE sia in ritardo rispetto alla Federal Reserve nel ciclo dei tassi, le condizioni di finanziamento si sono inasprite molto anche nell'eurozona. Nel T1 2023 l'indagine dell'istituto di Francoforte sulle variazioni degli standard creditizi negli ultimi tre mesi ha raggiunto il massimo dal 2012 e sempre più aziende citano i finanziamenti come ostacolo alla produzione. Il settore bancario europeo è considerato più resistente rispetto a quello USA. I fondi dei clienti tendono ad essere ritirati meno rapidamente, la regolamentazione della liquidità è più severa, soprattutto per le banche più piccole, e i requisiti per la gestione dei tassi sono più restrittivi. Tuttavia, le recenti turbolenze nel settore bancario potrebbero causare un ulteriore inasprimento delle condizioni di finanziamento anche nell'eurozona. Ci aspettiamo che ciò influisca sull'economia reale dalla seconda metà del 2023. Forse gli ultimi sondaggi riflettono solo in parte le recenti turbolenze, ma riteniamo che siano motivo di ottimismo nel breve termine. L'indice dei responsabili degli acquisti per i fornitori di servizi è ai massimi degli ultimi 10 mesi e le aspettative su 12 mesi restano relativamente elevate sia per i fornitori di servizi sia per l'industria. Ciò è dovuto ai minori rischi di recessione, alla normalizzazione delle catene logistiche e al calo dei prezzi dell'energia.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 5,9%	2023: 5,6%
2024: 2,6%	2024: 2,4%

L'inflazione primaria è scesa meno del previsto a febbraio, passando dall'8,6% all'8,5%, mentre l'inflazione di fondo è rimasta al 5,6%. I prezzi di alimentari, servizi e beni non energetici sono saliti più del previsto. Ci aspettiamo che l'inflazione dei beni alimentari raggiunga presto il picco, ma crediamo che l'inflazione di fondo continuerà a salire nei prossimi mesi, prima di una lenta decelerazione. Per la BCE, quindi, l'obiettivo dovrebbe rimanere la lotta all'inflazione.

## Germania

### Nessuna recessione?

#### Crescita del PIL

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

Sulla base dei dati solidi per il trimestre in corso, ci aspettiamo che anche la Germania sfugga per un soffio a una recessione tecnica invernale. Di recente, soprattutto le indagini dei servizi hanno dipinto un quadro ottimistico. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) del settore ha sorpreso in positivo con il valore più alto da maggio 2022, sulla scia di un ottimo indice dell'occupazione. Secondo l'indagine ifo, le aspettative dei servizi per i prossimi sei mesi restano leggermente negative, ma a marzo sono tornate sul massimo dell'ultimo anno. Per l'industria, il quadro rimane più cupo. A gennaio la crescita mensile della produzione industriale ha sorpreso in positivo con il +3,5%, ma ciò deriva in parte dalle fluttuazioni legate alle condizioni meteorologiche nelle costruzioni. Il netto deterioramento del PMI dell'industria sovrastima la situazione, che è dovuta perlopiù all'ulteriore normalizzazione dei tempi di consegna. Le recenti turbolenze dei mercati finanziari si riflettono solo in parte nei sondaggi e potrebbero creare incertezza nei prossimi mesi. È probabile che in generale le banche diventino più caute nel concedere prestiti, ma nel breve periodo lo slancio proveniente dalla situazione più rilassata sul fronte energetico potrebbe avere la meglio sugli ostacoli derivanti da condizioni di finanziamento più severe. Prevediamo però un netto rallentamento della crescita verso fine anno.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 6,0%	2023: 6,0%
2024: 2,4%	2024: 2,7%

L'inflazione primaria si è mantenuta ad un livello elevato dell'8,7% a febbraio. Prevediamo un netto calo nei prossimi mesi, ascrivibile agli effetti base dei prezzi dell'energia. Tuttavia, vediamo un ulteriore potenziale di rialzo nell'inflazione di fondo. Le aziende sembrano godere ancora di un elevato potere di fissazione dei prezzi e le pressioni salariali dovrebbero restare elevate, soprattutto nei servizi.

## Francia

### I frutti delle riforme precedenti

#### Crescita del PIL

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

Le immagini dei cassonetti in fiamme e il diffuso rifiuto della riforma delle pensioni confermano a prima vista i luoghi comuni di lunga data sulla presunta immobilità della società francese. È facile dimenticare che negli ultimi anni sono stati creati importanti presupposti per il rafforzamento del quadro economico. La digitalizzazione fa passi da gigante. Non da ultimo, la pandemia ha dato un notevole impulso all'e-commerce. Il lavoro ibrido riduce anche la vulnerabilità del settore dei servizi alle interruzioni del lavoro nei trasporti. Sono in fase di completamento ampi progetti infrastrutturali per i trasporti pubblici. Vanno inoltre sottolineati i successi di una precedente riforma del mercato del lavoro. Il tasso di occupazione nella fascia di età tra i 15 e i 64 anni è salito del 2% rispetto al periodo precedente la pandemia. Malgrado il rallentamento della dinamica economica a livello mondiale e l'aumento dei costi di finanziamento per il settore privato, secondo l'indice dei responsabili degli acquisti le aziende si attengono ai loro piani di occupazione espansivi. Secondo la piattaforma di annunci di lavoro Indeed, nel T1 2023 solo in 5 settori economici su 36 sono stati pubblicati meno annunci di lavoro rispetto al T4 2022. Pertanto, lo scenario più probabile per il 2023 rimane una pausa nella crescita in inverno seguita da un'espansione moderata.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: 4,8%	2023: 4,9%
2024: 2,2%	2024: 2,5%

Per ora le previsioni sull'inflazione restano invariate. I prezzi di energia e alimentari sono in calo sui mercati mondiali, ma non si può escludere che i prezzi della benzina per i consumatori francesi salgano ancora nelle prossime settimane a causa degli scioperi. Prevediamo inoltre che la dinamica dei prezzi continuerà a incidere sulle categorie dei servizi nei prossimi mesi.

## Italia

### Fine del boom degli investimenti?

A febbraio, l'Italia è stata uno dei pochi Paesi industrializzati in cui l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per l'industria era in zona di crescita. La dinamica è stata un po' più debole nei servizi, ma nel complesso i dati suggeriscono che l'Italia potrebbe sfuggire a una recessione tecnica dopo la contrazione del PIL nel T4 2022. Gli investimenti rimarranno probabilmente il principale driver di crescita nel 2023. Dopo la pandemia, grazie ai fondi dell'UE (Next Generation EU) e agli incentivi fiscali per le ristrutturazioni ad alta efficienza energetica («superbonus»), è iniziato un vero e proprio boom edilizio, e anche gli investimenti nell'industria sono di gran lunga superiori ai (pur deboli) livelli pre-Covid. I flussi di fondi dell'UE e la situazione politica sorprendentemente stabile depongono a favore di una prosecuzione del ciclo degli investimenti, ma i rischi di un rallentamento nel 2024 aumentano a causa del rialzo dei tassi guida nell'eurozona e della scadenza del programma di superbonus. Di conseguenza, a differenza del consensus, non prevediamo un'accelerazione della crescita economica nel 2024.

## Spagna

### Rincaro dei prodotti alimentari

L'inflazione in Spagna è salita inaspettatamente a febbraio, soprattutto a causa del rincaro di energia e alimentari. I prezzi dei generi alimentari sono aumentati nonostante il governo abbia ridotto o sospeso l'IVA su diversi alimenti di base a gennaio. Ad esempio, l'IVA sull'olio e sulla pasta è stata dimezzata, mentre per le verdure, i cereali, la frutta e il pane è stata sospesa del tutto. Il cosiddetto «Indice della paella», che misura il costo di acquisto dei principali ingredienti di questa pietanza, mostra che a febbraio le economie domestiche spagnole hanno pagato il 15,6% in più per una paella rispetto all'anno scorso. I principali rincari riguardano il riso e l'olio d'oliva: il prezzo del riso è salito del 20% e quello dell'olio d'oliva del 30,5% rispetto all'anno scorso. Malgrado i prezzi elevati dei prodotti alimentari, l'inflazione primaria in Spagna resta inferiore all'inflazione media dell'eurozona. Tuttavia, è probabile che il costo dei generi alimentari di base rimanga una questione politica in Spagna, soprattutto in vista delle elezioni parlamentari di fine anno, con la possibile ricandidatura del primo ministro Pedro Sánchez.

## Svizzera

### Non solo banche

#### Crescita del PIL

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

Con lo shock della piazza finanziaria, le incertezze sulle prospettive economiche tornano ad aumentare. Dopo una prima riflessione, ci asteniamo per il momento dal rivedere le nostre previsioni di crescita a breve termine. Con l'acquisizione forzata di Credit Suisse da parte della concorrente UBS, il funzionamento della piazza finanziaria è rimasto sempre garantito. L'importanza delle (grandi) banche per la Svizzera viene spesso sopravvalutata. Di per sé, contribuiscono solo per il 5% circa al valore aggiunto lordo dell'economia svizzera. Di tutti i posti di lavoro al di fuori dell'agricoltura, solo il 2% circa è attribuibile alle banche. Se l'emergere di un leader di mercato incontrastato dovesse limitare la concorrenza nel lungo periodo, nel medio termine sorgerebbero problemi sotto forma di costi di finanziamento eccessivamente elevati, soprattutto per le imprese attive a livello internazionale, e di mancanza di innovazione nel settore finanziario. Invece, nelle aree dei prestiti nazionali e della gestione patrimoniale, la concorrenza è intensa e si continua a cercare lavoratori qualificati. Uno scenario di rischio nel medio termine deriverebbe dalla combinazione di scarsi impulsi da parte del settore edilizio, di un sistema bancario in evoluzione e di incertezze ricorrenti in relazione all'Europa. Questi tre fattori e un precedente rialzo dei tassi sono stati in parte responsabili di una fase pluriennale di crescita debole 30 anni fa.

#### Inflazione

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

I prezzi al consumo seguiranno con ritardo la tendenza al ribasso al livello dei produttori. Nel T3 il tasso d'inflazione sarà nuovamente inferiore al 2%. Tuttavia, è importante notare che per legge i proprietari non possono aumentare gli affitti dei contratti di locazione in corso fino all'ottobre 2023. Di conseguenza, il tasso d'inflazione tornerà temporaneamente a superare il 2%.

## Regno Unito

### Lieve recessione

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2023: -0,3%	2023: -0,5%
2024: 0,6%	2024: 0,7%

Dopo il netto rialzo degli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) a febbraio, i dati preliminari indicano un indebolimento della ripresa del sentiment a marzo. Il calo è dovuto all'industria, mentre il settore dei servizi rimane solido. Tuttavia, il PMI dell'intera economia rimane oltre la soglia di crescita di 50 punti. Abbiamo nuovamente rivisto al rialzo le nostre previsioni di crescita per il 2023, ma continuiamo a ipotizzare una lieve recessione quest'anno. La crescita mensile del PIL di gennaio mostra che i consumi delle economie domestiche si confermano solidi, il che sorprende dato che l'alta inflazione erode il potere d'acquisto. Tuttavia, al momento potrebbe essere in atto un'anticipazione dei consumi se le economie domestiche pensano che i beni di consumo diventeranno sempre più costosi. È però probabile che la spesa per consumi venga meno nel corso dell'anno. Il bilancio primaverile del governo britannico ha incluso un pacchetto di stimoli a breve termine più ampio del previsto, con il congelamento per un anno delle accise sui carburanti, la rinuncia ad aumentare il tetto ai prezzi dell'energia ad aprile e un'esenzione fiscale di tre anni per gli investimenti delle imprese. Inoltre, sono state presentate diverse misure per attirare le persone senza un'attività lucrativa nel mercato del lavoro. Tuttavia, l'impatto sulla crescita economica sarà probabilmente modesto.

#### Inflazione

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

L'inflazione è sorprendentemente risalita a febbraio, dopo essere scesa molto negli ultimi tre mesi. L'aumento è ascrivibile soprattutto ai rincari nei settori alimentare, dei servizi e dell'abbigliamento. La crescita dei salari resta sostenuta, motivo per cui prevediamo un calo dell'inflazione durante l'anno, ma l'obiettivo del 2% della Bank of England dovrebbe rimanere fuori portata fino a fine anno.

## Cina

### Crescita malgrado gli ostacoli

#### Crescita del PIL

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

Nel complesso, i primi indicatori economici ufficiali di gennaio e febbraio mostrano una netta ripresa dell'economia cinese. Le vendite al dettaglio sono aumentate del 3,5% rispetto ai primi due mesi dell'anno precedente e il settore immobiliare, che lo scorso anno aveva frenato notevolmente l'attività economica, mostra i primi segni di stabilizzazione. Oltre alle vendite immobiliari positive, il completamento di progetti immobiliari in sospeso ha registrato una crescita dell'8%. Questa dinamica riveste una grande importanza anche nel medio termine, perché il completamento e la consegna di progetti immobiliari già venduti sono determinanti per ripristinare la fiducia della popolazione e stabilizzare questo settore tanto rilevante dal punto di vista economico. L'obiettivo di crescita del 5% fissato dal governo per quest'anno rimane moderato, in linea con la nostra valutazione. Vi sono infatti diversi ostacoli alla crescita economica, come la debolezza della domanda globale e la scarsa fiducia dei consumatori. Inoltre, l'obiettivo di crescita moderato suggerisce che Pechino non intende attuare un programma incisivo di stimolo infrastrutturale o immobiliare.

#### Inflazione

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

A febbraio il tasso d'inflazione in Cina è stato estremamente basso, all'1,0%. Da un lato, questo valore è dovuto a una base elevata l'anno scorso, in quanto il Capodanno cinese si è svolto a febbraio, mentre quest'anno si è tenuto a gennaio. D'altra parte, anche il tasso di crescita su base mensile è stato molto contenuto, a indicare che la ripresa economica e l'aumento della domanda sono ancora nelle fasi iniziali.

## 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 VIIs gt 1, NO-0161 Oslo.