

Giugno 2023

## Messaggi chiave

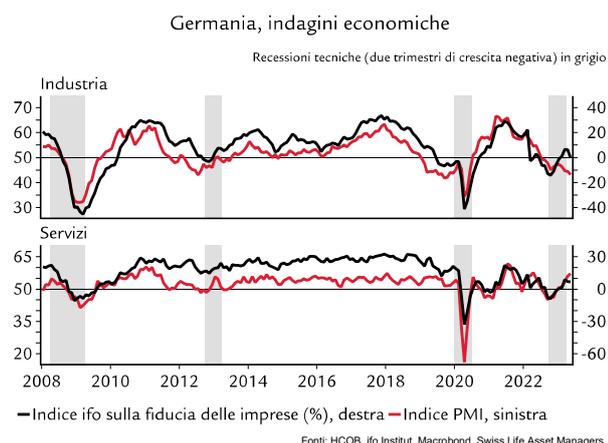
- Stati Uniti: condizioni più rigide e calo della domanda di prestiti aziendali come segnale d'allarme
- Eurozona: primi segnali di debolezza sul mercato del lavoro, crescente divario tra industria e servizi
- Cina: la ripresa dell'economia cinese sembra già perdere slancio

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

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

## Grafico del mese



Nel settore dei servizi la fiducia delle aziende rimane salda, ma secondo l'indice dei responsabili degli acquisti e l'indagine ifo si deteriora notevolmente nell'industria. Le aspettative per i prossimi sei mesi si confermano positive solo in quattro dei 22 settori dell'industria. Le più ottimiste sono le aziende farmaceutiche, mentre i più pessimisti sono i produttori di articoli in legno (mobili esclusi). Riteniamo che il divario tra industria e servizi si ridurrà nei prossimi mesi, soprattutto a svantaggio dei fornitori di servizi.

## Stati Uniti

### Calo della domanda di prestiti

#### Crescita del PIL

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

La crescita del PIL del T1 negli Stati Uniti è stata sorprendentemente debole a causa di un netto calo delle scorte. Dato che di norma questi effetti si bilanciano nel corso dei trimestri, abbiamo lasciato invariata la previsione di crescita per l'intero anno. Nel T1 si è ripetuto il copione dell'anno scorso: gli abbondanti consumi privati si sono scontrati con un calo degli investimenti. I dati solidi delle vendite al dettaglio e dell'industria ad aprile, nonché i primi segnali di un'inversione di tendenza positiva nel mercato immobiliare USA, suggeriscono che anche l'inizio del T2 è stato favorevole. Tuttavia, l'ultimo sondaggio trimestrale condotto dalla Federal Reserve tra le banche commerciali statunitensi è fonte di preoccupazione: gran parte degli istituti ha nuovamente segnalato condizioni più rigide e un calo della domanda di prestiti aziendali rispetto al trimestre precedente. Il risultato di questa indagine resta su livelli che in passato erano associati alle recessioni. Inoltre, mentre scriviamo il conflitto sull'aumento del tetto al debito non si è ancora risolto. Ipotizziamo un rialzo in extremis, ma probabilmente l'incertezza peserà sugli indicatori del sentiment. È probabile che un aumento includa anche concessioni sul budget. Ci aspettiamo quindi un minore sostegno fiscale proprio ora che la politica monetaria più restrittiva rischia di causare un rallentamento economico.

#### Inflazione

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

I dati sull'inflazione di aprile sono stati ancora una volta in linea con le nostre aspettative. L'inflazione primaria e l'inflazione di fondo sono scese dello 0,1%, rispettivamente al 4,9% e al 5,5%. È incoraggiante notare che l'inflazione dei servizi è scesa più rapidamente di quanto ci aspettassimo, mentre l'inflazione dei costi di abitazione è apparsa tenace. Tuttavia, nel contesto del previsto indebolimento dell'economia, anche quest'ultima dovrebbe diminuire sempre più e indurre la banca centrale a mettere in pausa il ciclo dei tassi.

## Eurozona

### Mercato del lavoro più debole?

#### Crescita del PIL

| Swiss Life Asset Managers | Consensus  |
|---------------------------|------------|
| 2023: 0,7%                | 2023: 0,7% |
| 2024: 0,8%                | 2024: 0,9% |

Nell'eurozona il mercato del lavoro si conferma solido e a marzo il tasso di disoccupazione è sceso al minimo storico del 6,5%. Tuttavia, si notano i primi segnali di debolezza. Nell'eurozona l'occupazione complessiva continua ad aumentare, ma da qualche mese l'occupazione temporanea, un possibile indicatore anticipatore del mercato del lavoro, evidenzia un'inversione di tendenza soprattutto in Germania e in Francia. Sebbene l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per l'industria continui a segnalare perlopiù una crescita dell'occupazione, che di recente ha persino accelerato in Spagna e Grecia, nel complesso dalla metà del 2023 nell'eurozona si registra un rallentamento. In Austria, secondo il PMI a maggio l'occupazione nell'industria è diminuita per la prima volta dal 2020. Inoltre, secondo le indagini in Francia (Insee) e in Germania (ifo), a maggio il clima occupazionale è decisamente peggiorato. In Germania, nei prossimi tre mesi si prevede una flessione dell'occupazione nel commercio e nel settore residenziale e dei terreni. Gli annunci di lavoro ad alta frequenza di Indeed mostrano un calo anche in Francia e Germania. Prevediamo che il rallentamento economico lascerà sempre più tracce sul mercato del lavoro, ma nel medio termine è probabile che la carenza di lavoratori qualificati si intensifichi a causa delle tendenze demografiche, mantenendo alta la pressione sui salari.

#### Inflazione

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

La prima stima dell'inflazione di maggio nell'eurozona sarà pubblicata solo dopo questo commento, ma ne abbiamo già rivisto al ribasso il valore e quindi la previsione annuale per il 2023 per via dei dati inferiori alle attese in Germania, Francia e Spagna. Secondo il PMI, i prezzi alla produzione nell'industria sono diminuiti leggermente per la prima volta dal 2020. Tuttavia, a preoccupare la BCE dovrebbe essere la nuova accelerazione dei rincari dei fornitori di servizi, che citano sempre più spesso l'aumento dei costi salariali.

## Germania

### Ecco la recessione invernale

#### Crescita del PIL

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

Dopo la revisione della stima di crescita per il T1 2023 al -0,3%, la Germania si trova ora in una recessione (tecnica). Si sono indeboliti soprattutto i consumi. I consumi privati sono scesi dell'1,2% rispetto al trimestre precedente a causa del calo del reddito disponibile reale. I dati sull'attività più deboli del previsto per marzo confermano la flessione: le vendite al dettaglio sono diminuite del 2,4% rispetto al mese precedente e quindi del 2% su base cumulata nel T1. A marzo la produzione industriale è crollata del 3,4%, ma è comunque aumentata del 2,3% nel T1. Gli indicatori della fiducia delle imprese mostrano ancora un quadro eterogeneo (cfr. anche il Grafico del mese), ma a nostro avviso la dinamica sorprendente del settore dei servizi non durerà. Nell'industria, le componenti della domanda e le aspettative si sono offuscate più del previsto e ora secondo l'orologio economico il commercio e l'edilizia si trovano nel quadrante della recessione (situazione economica attuale negativa e aspettative negative). Pur ritenendo ancora possibile una nuova accelerazione della crescita, soprattutto perché i consumi privati potrebbero riprendersi un po' grazie al calo dell'inflazione e agli aumenti salariali, rivediamo nuovamente al ribasso le stime di crescita per la seconda metà del 2023 e l'inizio del 2024.

#### Inflazione

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

A maggio l'inflazione ha sorpreso al ribasso con una crescita annuale del 6,1% e mensile del -0,1%, inducendoci a rivedere al ribasso le nostre previsioni per l'intero anno. Tuttavia, ravvisiamo ancora un'inflazione di fondo ostinata, trainata dai prezzi dei servizi. Ad aprile i prezzi alla produzione hanno registrato il primo aumento mensile dall'ottobre 2022, ma la variazione annua continua a evidenziare una chiara tendenza al ribasso e le pressioni sui prezzi dei beni di consumo dovrebbero attenuarsi ancora con il tempo.

## Francia

### Frenata nel mercato del lavoro

#### Crescita del PIL

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

Di recente il mercato del lavoro francese ha fatto notizia: il tasso di disoccupazione è sceso sotto il 7%, il livello più basso in oltre quarant'anni. Al contempo, nel T1 2023 il tasso di attività ha raggiunto il massimo storico del 68,6%. Tuttavia, allo stato attuale si delinea un deterioramento ciclico. Le indagini tradizionali sulle imprese dell'Insee e il numero di annunci di lavoro online misurato dalla società Indeed indicano un minore dinamismo dei datori di lavoro nel T2. La stretta monetaria della BCE fa effetto e raggiunge l'economia reale: quasi due terzi delle PMI affermano che i costi di finanziamento sono aumentati. Secondo i dati della Banque de France, in media nel T1 2023 il tasso d'interesse sui nuovi prestiti si è attestato al 3,7%, il livello più alto dalla primavera 2009 e 150 punti base oltre quello di marzo 2022. Anche se la Francia dovesse evitare una recessione tecnica, il rallentamento della dinamica economica è evidente. Secondo diversi sondaggi, a maggio la fiducia delle imprese è diminuita in tutti i settori. Attualmente gli impulsi positivi provengono ancora dal commercio estero, incluso il turismo.

#### Inflazione

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

I dati preliminari per maggio mostrano un netto calo del tasso d'inflazione dal 5,9% al 5,1%. Rivediamo leggermente al ribasso la nostra previsione per il 2023, discostandoci notevolmente dal consensus. Il netto calo della dinamica dei prezzi alla produzione fa presagire un'ulteriore attenuazione delle pressioni sui prezzi dei beni manifatturieri a livello dei consumatori. Attualmente anche i prezzi dell'energia contribuiscono a una dinamica disinflazionistica.

## Italia

### Sempre fonte di sorprese

A parte l'Irlanda, che almeno sulla carta è in pieno boom, l'Italia rimane il Paese dell'eurozona che dopo la pandemia ha registrato la crescita più sorprendente. Malgrado il potenziale di crescita debole per via delle dinamiche demografiche, il PIL del T1 2023 supera del 2,5% il livello precedente la pandemia. L'Italia batte quindi la Francia (PIL che supera dell'1,2% il livello pre-pandemia), la Germania e la Spagna. In questi ultimi due Paesi, il dato rimane addirittura sul livello del T4 2019. Inoltre, mentre altri Paesi dell'UEM hanno registrato una stagnazione o un calo dei consumi privati nel T1 2023, in Italia questi ultimi hanno continuato a crescere. Il boom degli investimenti sostenuto dagli incentivi statali e dai fondi UE sembra quindi aver avuto effetti moltiplicatori significativi, ma continuiamo a dubitare che questo forte slancio possa durare con il venir meno degli stimoli e lasciamo invariata la previsione di crescita del PIL per il 2024 allo 0,6%, un livello inferiore al consensus. Tuttavia, rivediamo la previsione di crescita per il 2023 all'1,1% in seguito agli ottimi dati del PIL del T1.

## Spagna

### Ulteriore normalizzazione

Nel T1 2023 l'economia spagnola è cresciuta molto più rapidamente del previsto, con un tasso del 0,5% rispetto al trimestre precedente. Tuttavia, i dettagli sono stati un po' deludenti. I consumi delle economie domestiche sono diminuiti per il secondo trimestre consecutivo. Il PIL è quasi tornato al livello del T4 2019, ma i consumi privati restano nettamente inferiori ai livelli precedenti la pandemia. Gran parte della crescita del T1 deriva dal notevole aumento delle entrate del turismo. Dopo la debolezza del T4 2022, anche la spesa per investimenti ha registrato una netta ripresa, sostenuta dagli investimenti delle imprese e dall'edilizia. Sulla base degli ottimi dati sul PIL del T1, rivediamo al rialzo la nostra previsione di crescita per quest'anno all'1,8%. Anche in Spagna a maggio l'inflazione è scesa di nuovo più del previsto grazie al calo dei prezzi dell'energia e al rincaro meno marcato dei generi alimentari, in base ai dati preliminari. Soprattutto l'inflazione di fondo ha sorpreso al ribasso, attestandosi al 6,4% su base annua.

## Svizzera

### L'economia segna il passo

#### Crescita del PIL

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

Guardando al T1 2023, i dati del PIL hanno sorpreso in positivo. Sostenuto dai consumi delle economie domestiche e dalla vigorosa attività d'investimento delle aziende nazionali, il PIL reale è salito dello 0,3% rispetto al trimestre precedente. I dati disponibili finora sull'andamento dell'economia nel trimestre in corso sono meno rosei. È degno di nota il netto calo dei valori dei sondaggi tra i responsabili degli acquisti dell'industria e dei servizi. La flessione degli ordinativi nell'industria dimostra che questo settore non può sottrarsi del tutto alle tendenze globali. Di recente anche l'indice dell'attività economica settimanale (AES) della Segreteria di Stato dell'economia (SECO), che ristagna dall'inizio del T2, ha evidenziato una tendenza al ribasso. Malgrado la domanda sostenuta delle economie domestiche grazie alla situazione del mercato del lavoro, continuiamo a prevedere un'attività di costruzione e investimento debole nei prossimi mesi. Anche gli impulsi di crescita provenienti dalla Cina sono molto inferiori a quanto sperato a inizio anno.

#### Inflazione

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

In Svizzera la pressione inflazionistica continua a diminuire. Infatti, ad aprile il rincaro annuo a livello di prezzi alla produzione e all'importazione è stato solo dell'1,0%. Il recente apprezzamento del franco svizzero rispetto all'euro e al dollaro USA potrebbe aver rafforzato ulteriormente questa dinamica nelle ultime settimane. Secondo i grossisti, l'aumento dei prezzi al dettaglio dovrebbe concludersi nei mesi estivi. A nostro avviso, il tasso d'inflazione a livello dei consumatori, misurato dal tasso di variazione annuale dell'indice nazionale dei prezzi al consumo, scenderà di nuovo sotto la soglia del 2% a giugno 2023.

## Regno Unito

### Tenuta migliore del previsto

#### Crescita del PIL

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

Malgrado un marzo debole, nel T1 il PIL britannico è cresciuto dello 0,1% rispetto al trimestre precedente. Ciò significa che nei primi tre mesi dell'anno l'economia britannica è stata più solida del previsto. La crescita del PIL a marzo ha sorpreso in negativo (-0,3% rispetto al mese precedente) soprattutto a causa del settore dei servizi, mentre la produzione industriale è stata sostenuta. Secondo l'Office for National Statistics, la debolezza del settore dei servizi potrebbe essere dovuta al tempo insolitamente piovoso di marzo. L'andamento degli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) è in netto contrasto con l'evoluzione del PIL. Anche nel Regno Unito dai PMI emerge un ampio divario tra le aspettative per l'industria e quelle per i servizi. Entrambi gli indici sono scesi leggermente a maggio, ma quello per l'industria, a quota 46,9, è ben al di sotto della soglia di crescita di 50. I nuovi ordinativi sono particolarmente negativi. A quota 55,1, l'indice dei servizi, che rappresenta una quota decisamente maggiore della produzione economica britannica, evidenzia una tenuta nettamente migliore nonostante il leggero calo di maggio. Alla luce della crescita più sostenuta nel T1, abbiamo di nuovo rivisto leggermente al rialzo le nostre previsioni per il 2023, ma ci aspettiamo ancora un'espansione economica negativa nella seconda metà dell'anno, a causa della politica monetaria più restrittiva.

#### Inflazione

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

Ad aprile l'inflazione ha sorpreso nuovamente al rialzo, ma è scesa dal 10,1% all'8,7% rispetto all'anno precedente. I principali driver sono stati ancora una volta i prezzi dei beni e dei servizi di base. Tuttavia, i prezzi dell'energia sono scesi notevolmente a causa degli effetti base. Ci aspettiamo che questa tendenza continui, ma che l'inflazione di fondo rimanga ostinata. Ciò dovrebbe continuare a esercitare pressioni sulla Bank of England verso ulteriori aumenti dei tassi d'interesse.

## Cina

### La ripresa perde slancio

#### Crescita del PIL

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

I dati economici cinesi di aprile sono stati nettamente inferiori alle aspettative e indicano già un rallentamento della ripresa. Nel mese la produzione industriale è cresciuta del 5,6% rispetto all'anno precedente, ben al di sotto del consensus del 10,9%. La produzione di automobili è stata sostenuta, ma le altre aree hanno deluso. A maggio anche l'indice dei responsabili degli acquisti per l'industria è sceso ulteriormente sotto la soglia di crescita di 50, mentre quello per il settore dei servizi ha registrato il secondo calo consecutivo, anche se a quota 53,8 rimane ben al di sopra della soglia di 50. Malgrado la crescita sostenuta di aprile con un tasso del 18,4% rispetto all'anno precedente, le vendite al dettaglio hanno deluso le aspettative. La netta ripresa è stata trainata principalmente dagli effetti base dovuti ai lockdown dello scorso anno. Di recente anche i dati sul commercio si sono leggermente indeboliti, soprattutto per quanto riguarda le importazioni. Quanto alle esportazioni, quelle verso i Paesi vicini dell'ASEAN in particolare sono molto diminuite ad aprile, mentre le esportazioni verso l'UE o gli Stati Uniti rimangono fiacche. Continuiamo a prevedere che la ripresa della Cina sarà sostenuta principalmente dai consumi interni, a differenza delle riprese precedenti trainate dall'industria. Pertanto, riteniamo che gli effetti positivi sull'Europa o sugli Stati Uniti saranno limitati.

#### Inflazione

| Swiss Life Asset Managers | Consensus  |
|---------------------------|------------|
| 2023: 1,7%                | 2023: 1,8% |
| 2024: 2,2%                | 2024: 2,4% |

Ad aprile il tasso d'inflazione cinese è stato di nuovo sorprendentemente basso, pari allo 0,1% su base annua. Anche i prezzi alla produzione sono stati nuovamente più negativi del previsto e, con il -3,6% su base annua, sono chiaramente in territorio deflazionistico. Inoltre, la bassa pressione sui prezzi non indica un surriscaldamento dell'economia e significa che al momento la Cina sta esportando disinflazione, anziché contribuire alle pressioni sui prezzi globali come si temeva.

## 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 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.