

Luglio 2024

## Messaggi chiave

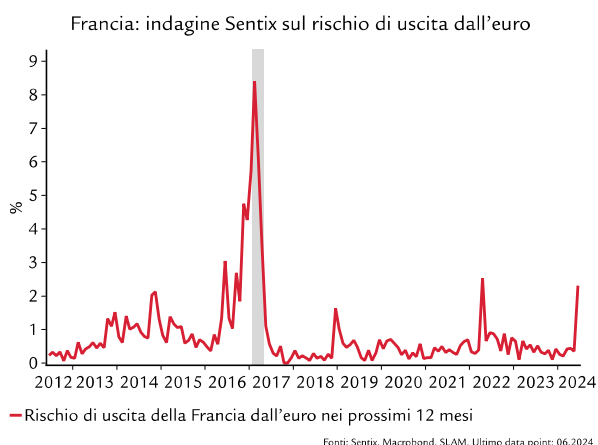
- Stati Uniti: consumi deboli, inflazione in calo e dati contraddittori sul mercato del lavoro
- Europa: occhi puntati sul consolidamento dei bilanci nazionali
- Cina: le barriere commerciali e la maggiore produzione locale aumentano l'inflazione

## Previsioni: un raffronto

	Crescita PIL 2024		Crescita PIL 2025		Inflazione 2024		Inflazione 2025	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Stati Uniti	2,3% ↓	2,3% ↓	1,7%	1,7%	3,2% ↓	3,2%	2,4%	2,4% ↑
Eurozona	0,6%	0,7% ↑	1,0%	1,4%	2,3%	2,4% ↑	1,9% ↓	2,0% ↑
Germania	0,1%	0,2%	1,0%	1,2% ↑	2,3%	2,4%	1,9%	2,0%
Francia	1,0% ↑	0,9% ↑	1,0%	1,2%	2,1% ↓	2,5%	1,4% ↓	1,9% ↑
Italia	0,9% ↑	0,8%	0,8%	1,0%	1,1%	1,4% ↓	1,9%	1,8%
Spagna	2,0%	2,1% ↑	1,5%	1,9% ↑	3,1% ↑	3,1%	2,1%	2,1% ↓
Regno Unito	0,8%	0,6% ↑	1,0%	1,1%	2,8% ↓	2,6% ↑	2,3% ↓	2,3% ↑
Svizzera	1,3% ↑	1,3% ↑	1,0%	1,6%	1,2%	1,3%	0,5% ↓	1,1%
Giappone	0,1%	0,3% ↓	0,7%	1,2%	2,2%	2,6% ↑	1,5%	2,0% ↑
Cina	4,9%	5,0% ↑	4,4%	4,4%	0,6%	0,6% ↓	1,8%	1,5%

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 13 giugno 2024

## Grafico del mese



Lo scioglimento del parlamento francese da parte del Presidente Macron disorienta i mercati finanziari. Difficilmente l'attuale maggioranza riuscirà a sopravvivere. Per passare in rassegna le possibili future maggioranze, va detto che persino il Rassemblement national non caldeggia più l'uscita dall'euro. A differenza di quanto accaduto prima delle elezioni presidenziali del 2017, sembra che ci siano pochi motivi per temere una rottura dell'unione monetaria. È invece probabile che in qualsiasi scenario il consolidamento dei bilanci nazionali venga relegato in secondo piano. Per il momento l'aumento del premio di rischio sui titoli di Stato francesi dovrebbe persistere.

## Stati Uniti

### Il bicchiere è mezzo pieno?

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,3%	2024: 2,3%
2025: 1,7%	2025: 1,7%

Alla conferenza stampa della riunione di giugno, il presidente della Federal Reserve Jerome Powell ha più volte rimarcato il vigore dell'economia statunitense e del mercato del lavoro. Secondo la Fed, quindi, per quanto riguarda i dati economici il bicchiere è decisamente mezzo pieno. Dai sondaggi emerge una notevole divergenza tra la fiducia delle aziende e la preoccupazione dei consumatori. Quest'ultima si riflette anche nei dati oggettivi: nel T2, nel complesso le vendite al dettaglio USA sono diminuite su base nominale. Anche i dati sul mercato del lavoro sono contraddittori: a maggio le aziende hanno comunicato un'inattesa impennata dei nuovi posti di lavoro, mentre dall'indagine sulle economie domestiche sono emersi un calo dell'occupazione e un aumento del tasso di disoccupazione. Quest'ultimo dovuto soprattutto all'incremento della disoccupazione giovanile, che rimane comunque contenuto in termini storici. Ciononostante, l'interpretazione ottimistica dei dati da parte della Fed ci sorprende, soprattutto perché si moltiplicano le critiche rivolte alla qualità dei dati dell'indagine sulle imprese («Non-farm payrolls»), che è la più seguita. In media, ogni mese vengono aggiunti più di 100 000 impieghi per correggere la presunta creazione di posti di lavoro delle aziende di nuova costituzione, che non possono ancora essere censite. Tuttavia, con il rallentamento dell'economia che stiamo osservando ci si aspetterebbe un minor numero di nuove aziende, motivo per cui i dati potrebbero essere troppo ottimistici.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 3,2%	2024: 3,2%
2025: 2,4%	2025: 2,4%

Nel complesso, riteniamo che nel T3 i segnali di rallentamento dell'economia si intensificheranno, inducendo la Fed a ridurre i tassi d'interesse in settembre. Anche il calo netto e generalizzato dell'inflazione a maggio è un indicatore attendibile. I prezzi dei servizi (esclusi energia e alloggi), sensibili alla congiuntura, sono persino scesi per la prima volta in 32 mesi.

## Eurozona

### Un primo passo prudente

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 0,6%	2024: 0,7%
2025: 1,0%	2025: 1,4%

Come previsto, a metà giugno la Banca centrale europea ha abbassato il suo tasso guida di 25 punti base. Tuttavia, le prospettive restano incerte. Nella comunicazione successiva alla decisione, la BCE non si è espressa sulla futura traiettoria dei tassi d'interesse ed è rimasta cauta, sottolineando che i futuri tagli dei tassi d'interesse dipenderanno dai dati. Soprattutto i Paesi con un indebitamento elevato si augurano ulteriori riduzioni. Di recente la Commissione europea ha deciso di avviare una procedura per disavanzo eccessivo nei confronti di sette Paesi il cui disavanzo pubblico nel 2023 ha superato il 3% del PIL: Italia (7,4% di rapporto debito/PIL nel 2023), Ungheria (6,7%), Francia (5,5%), Polonia (5,1%), Malta (4,9%), Slovacchia (4,9%) e Belgio (4,4%). Nel 2023 anche Repubblica ceca (3,7%), Spagna (3,6%) ed Estonia (3,4%) avevano un rapporto debito/PIL superiore al 3%, ma sono state escluse dalla procedura in considerazione di fattori speciali. L'esatta entità della riduzione del disavanzo di bilancio strutturale richiesta dalla procedura non è ancora stata definita, in quanto parte della spesa per interessi, attualmente più elevata, non sarà inclusa nei calcoli fino al 2027. Le misure disciplinari della Commissione in caso di mancato rispetto del percorso di riduzione concordato sono piuttosto limitate, ma la *débâcle* di Liz Truss nel 2022 e il recente rapido aumento del premio di rischio sui titoli di Stato francesi hanno dimostrato che, invece, la punizione dei mercati finanziari può essere rapida e dolorosa.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,3%	2024: 2,4%
2025: 1,9%	2025: 2,0%

A maggio l'inflazione primaria è salita leggermente al 2,6% e quella di fondo al 2,9%. Questo leggero aumento dell'inflazione primaria era previsto, ma per l'inflazione di fondo il mercato si aspettava un tasso invariato al 2,7%. L'inflazione dei servizi si è confermata il vettore principale, e persistente. A maggio l'inflazione dei beni di base ha invece continuato a scendere.

## Germania Tutto qui?

### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 0,1%	2024: 0,2%
2025: 1,0%	2025: 1,2%

Dopo la ripresa di gennaio e febbraio, a marzo e aprile la produzione industriale in Germania è tornata a scendere. La nuova flessione è ascrivibile soprattutto all'edilizia e alla produzione nei settori energivori. Se il settore edile può almeno sperare in un leggero calo dei tassi, l'effetto della flessione dei prezzi dell'energia e la proroga delle agevolazioni fiscali per i produttori ad alta intensità energetica sembrano già sul punto di esaurirsi. Nei sondaggi, le aziende continuano a citare il deterioramento della competitività a livello internazionale. Resta il fatto che, rispetto alla concorrenza, in particolare statunitense e cinese, la Germania è ancora alle prese con prezzi dell'energia molto più alti. Anche i nuovi dazi annunciati di recente dall'UE sui veicoli elettrici provenienti dalla Cina rischiano di non essere d'aiuto all'industria tedesca. È probabile che i produttori cinesi riescano ad assorbire gran parte di questi dazi riducendo i margini. In cambio, però, la Cina ha minacciato di imporre dazi più elevati sui veicoli a motore di grandi dimensioni e a maggio ha avviato un'indagine antidumping sui tecnopolimeri. Ciò significa che due importanti settori tedeschi sono nel mirino di possibili contromisure. In questo contesto, anche i risultati dell'ultima indagine sul settore industriale sono nuovamente peggiorati, subendo un'inattesa flessione. La ripresa dell'industria è finita prima ancora di iniziare?

### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,3%	2024: 2,4%
2025: 1,9%	2025: 2,0%

Nelle nostre previsioni di inizio anno, ci aspettavamo già un modesto miglioramento più che una netta ripresa del settore. Riteniamo invece che i salari reali, che stanno tornando a crescere, sosterranno i consumi nella seconda metà dell'anno. A maggio l'inflazione è stata pari al 2,4% e la crescita dei salari si è attestata al 5% circa: in termini reali, rispetto all'anno precedente l'incremento è stato quindi positivo per il terzo mese consecutivo.

## Francia Tragedia greca

### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 1,0%	2024: 0,9%
2025: 1,0%	2025: 1,2%

A poche settimane dall'inizio delle Olimpiadi estive di Parigi, la politica francese riporta inaspettatamente alla mente il patrimonio culturale greco. Malgrado la situazione tragica della futura maggioranza, la partecipazione della Francia alle istituzioni europee rimane fuori dubbio, quindi non è previsto un nuovo atto della crisi del debito europeo del 2012. Tuttavia, è improbabile anche che il presidente Macron emerga dai due turni elettorali come un deus ex machina. Va detto, però, che le riforme del mercato del lavoro degli ultimi anni stanno dando i loro frutti e che di recente il Paese ha attirato molti investimenti diretti dall'estero. Rispetto agli altri principali Paesi europei, la Francia è ben posizionata anche per quanto riguarda la digitalizzazione. Di recente sono emersi anche segnali di una ripresa ciclica, sia dai sondaggi tra i consumatori sia dalla fiducia delle imprese fino a maggio. Per giugno sono disponibili solo i risultati preliminari degli indici dei responsabili degli acquisti (PMI), interessanti perché raccolti dopo le elezioni europee. Un aspetto positivo citato nelle risposte delle aziende è che il calo dei costi di finanziamento ha già raggiunto l'economia reale, mentre sul fronte negativo i fornitori di servizi hanno registrato un calo degli ordinativi.

### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,1%	2024: 2,5%
2025: 1,4%	2025: 1,9%

In campagna elettorale alcuni partiti hanno promesso di incrementare il potere d'acquisto delle economie domestiche riducendo le aliquote IVA, quindi le previsioni d'inflazione sono soggette a un rischio elevato. Rispetto al mese scorso prendiamo atto di due nuove informazioni: da un lato, già a luglio 2024 il rincaro del gas metterà a dura prova i bilanci delle economie domestiche e, dall'altro, si prevede un calo di almeno il 10% delle fatture dell'elettricità entro febbraio 2025.

## Italia

### Superbonus e superdeficit

Il partito Fratelli d'Italia di Giorgia Meloni ha vinto le elezioni europee con il 29% dei voti, aumentando la sua percentuale di voto del 3% rispetto alle elezioni parlamentari italiane del 2022. Giorgia Meloni ha beneficiato dell'andamento positivo dell'economia, che però si basa su una spesa pubblica record. Ma la pressione per il consolidamento fiscale aumenta: a giugno, la Commissione europea ha avviato una «Excessive Deficit Procedure» e dopo le elezioni europee i premi di rischio sui titoli di Stato italiani sono saliti. Il principale responsabile del disavanzo è il «Superbonus», un incentivo fiscale per la ristrutturazione di edifici volta a migliorarne l'efficienza energetica. Uno studio pubblicato a giugno dalla Banca d'Italia ha bocciato il programma, che tra il 2021 e il 2023 è costato circa 170 miliardi di euro (circa il 3% del PIL all'anno). Secondo gli autori, però, un quarto degli investimenti sarebbe stato effettuato anche senza i sussidi (i cosiddetti «effetti inerziali») e l'effetto moltiplicatore fiscale è inferiore a uno: quindi un euro di sussidio ha creato meno di un euro di valore aggiunto.

## Spagna

### La migliore del girone

La Spagna ha superato l'Italia, e non solo nella fase a gironi del Campionato europeo. Di recente la Spagna ha superato l'Italia anche a livello industriale, con una produzione ancora inferiore del 2,5% rispetto al livello pre-pandemia. Tra le quattro grandi economie dell'eurozona, l'Italia è stata la prima in cui l'industria è riuscita a raggiungere i livelli di produzione pre-pandemia. Dopo la nuova flessione di aprile, però, ora è di nuovo in calo del 4%. Di recente, anche nei sondaggi si è aperto un divario tra i settori industriali di questi due Paesi, a favore della Spagna. Se in Italia l'indice PMI per l'industria è tornato sotto i 50 punti, a maggio in Spagna ha continuato a salire oltre questa soglia. Le aziende spagnole hanno registrato un aumento dell'occupazione, della produzione e dei nuovi ordinativi. La Spagna continua a beneficiare dei fondi del programma NextGenerationEU e potrebbe trarre vantaggio anche dai dazi UE sulle auto elettriche cinesi. Il produttore cinese Chery, ad esempio, ha già annunciato la costruzione di una fabbrica a Barcellona e, secondo alcune indiscrezioni, BYD potrebbe presto produrre batterie per auto elettriche in Spagna.

## Svizzera

### Previsioni divergenti per il 2025

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 1,3%	2024: 1,3%
2025: 1,0%	2025: 1,6%

Secondo le serie di dati ad alta frequenza disponibili finora, la dinamica economica ha continuato a migliorare nel T2. A maggio l'indice del clima congiunturale svizzero pubblicato ogni mese dalla Segreteria di Stato dell'economia (SECO) ha raggiunto i massimi da dicembre 2022. Il taglio del tasso guida di marzo a opera della Banca nazionale svizzera (BNS) sta già raggiungendo l'economia reale attraverso il calo dei tassi ipotecari. Il secondo taglio di giugno ridurrà ulteriormente i costi di finanziamento per gli investitori in Svizzera. A nostro avviso, la politica monetaria della BNS non è più restrittiva. Un ulteriore stimolo per l'economia svizzera deve quindi venire da una ripresa della domanda globale. Dall'inizio dell'anno temevamo che il crescente disordine geopolitico avrebbe limitato il potenziale di ripresa a medio termine. In Francia, al momento l'incertezza delle politiche economiche è palpabile. Nel medio termine, nel migliore dei casi ci aspettiamo che l'Europa torni a registrare tassi di espansione vicini alla crescita potenziale. Questa valutazione relativamente cauta spiega anche perché la nostra previsione di crescita del PIL svizzero per il prossimo anno è molto inferiore al consensus.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 1,2%	2024: 1,3%
2025: 0,5%	2025: 1,1%

Anche le nostre previsioni d'inflazione per il 2025 si discostano notevolmente dal consensus per via della minore dinamica della domanda nel nostro scenario di crescita, delle previste riduzioni delle tariffe dell'energia elettrica e dell'assenza di ulteriori aumenti degli affitti per i contratti esistenti. Prevediamo inoltre che il recente apprezzamento del franco svizzero nei confronti dell'euro continui. La pressione inflazionistica importata dovrebbe quindi continuare ad attenuarsi nei prossimi mesi.

## Regno Unito Laburisti in testa

### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 0,8%	2024: 0,6%
2025: 1,0%	2025: 1,1%

Nelle ultime settimane la campagna elettorale nel Regno Unito ha acquistato slancio. Secondo gli ultimi sondaggi, il Partito laburista ha ancora un netto vantaggio del 20% sui conservatori. Con la pubblicazione dei manifesti dei partiti, ora tutti i dettagli dei programmi politici sono noti. Mentre i conservatori si concentrano maggiormente sui temi della sicurezza e delle tasse, i laburisti puntano sulle misure per stimolare la crescita. L'obiettivo dichiarato dei laburisti è raggiungere la crescita sostenibile più alta tra i Paesi del G7 con una serie di riforme dal lato dell'offerta, sicurezza economica ed enfasi sugli investimenti. Gli investimenti in infrastrutture, soprattutto nelle energie rinnovabili e nella creazione di nuovi spazi abitativi, sono il fulcro del programma. Finanziare queste misure sarà difficile, dato che i conti pubblici del Regno Unito sono tutt'altro che sani. I laburisti hanno proposto una serie di misure per aumentare le entrate, come un'imposta sui profitti delle aziende di petrolio e gas, una tassa sul valore aggiunto per le scuole private e la lotta all'evasione fiscale, soprattutto da parte delle multinazionali. Un'altra sfida centrale sarà rivitalizzare gli investimenti privati nell'istruzione, nella tecnologia e nell'edilizia, ma per raggiungere questo obiettivo le aziende devono convincersi della stabilità delle prospettive economiche. Per questo occorre migliorare la fiducia nella politica.

### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 2,8%	2024: 2,6%
2025: 2,3%	2025: 2,3%

A maggio l'inflazione ha temporaneamente raggiunto l'obiettivo della banca centrale del 2,0%, ma l'inflazione dei servizi persiste. Il mercato finanziario si aspetta che la Bank of England effettui un taglio dei tassi quest'anno. Insieme all'aumento dei salari reali, ciò dovrebbe incidere positivamente sulla spesa per i consumi delle economie domestiche, che a nostro avviso migliorerà durante l'anno.

## Cina Da globale a locale

### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 4,9%	2024: 5,0%
2025: 4,4%	2025: 4,4%

L'economia cinese sta affrontando sfide notevoli. A maggio sono state introdotte diverse misure di stimolo per il settore immobiliare, tra cui un'ulteriore riduzione dei tassi ipotecari, un abbassamento dei requisiti patrimoniali e l'invito alle amministrazioni locali ad acquistare gli immobili invenduti, ma gli indicatori del mercato immobiliare registrano un ulteriore declino da un livello di partenza già basso. Ai dazi statunitensi su diversi prodotti high-tech cinesi si aggiunge il dazio medio del 21% sui veicoli elettrici annunciato dalla Commissione europea. Queste barriere commerciali rallenteranno la crescita del settore dei veicoli elettrici nell'economia cinese, ma non l'arrestano. Le case automobilistiche cinesi vendono i loro prodotti in Europa a prezzi molto più alti rispetto a quelli praticati a livello nazionale, ma possono abbassarli per assorbire parte dei dazi dell'UE. Inoltre, privilegeranno in misura crescente la produzione locale per evitare i dazi doganali e ampliare ulteriormente la loro quota di mercato. Tuttavia, l'intensificarsi dei conflitti commerciali e il passaggio a una produzione locale porteranno a un aumento della struttura dei costi, motivo per cui prevediamo un tasso d'inflazione più alto rispetto al periodo pre-pandemia.

### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024: 0,6%	2024: 0,6%
2025: 1,8%	2025: 1,5%

A maggio l'inflazione è rimasta ferma ad appena lo 0,3%. Il potere di determinazione dei prezzi di beni e servizi rimane debole, poiché la domanda interna non tiene il passo della crescita della produzione. A nostro avviso, quest'anno l'inflazione rimarrà in territorio positivo, ma su livelli contenuti.

## 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 Flier**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.flier@swisslife-am.com



**Florence Hartmann**  
**Economist Developed Markets**  
florence.hartmann@swisslife-am.com

**Consensus Economics**  
**Forecast Accuracy**  
**Award Winner**  
Switzerland 2023

**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.