

Giugno 2022

## Messaggi chiave

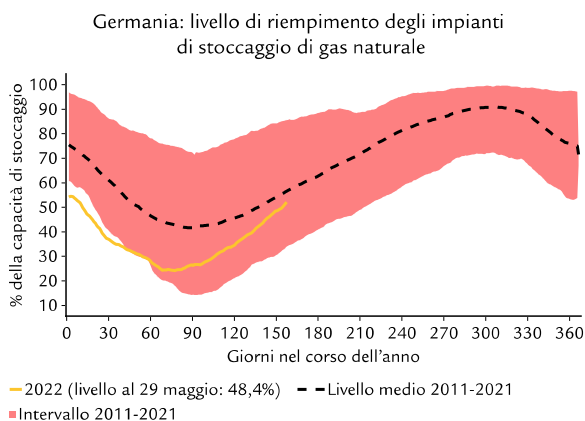
- Il nostro scenario di riferimento prevede l'inizio di una lieve recessione negli Stati Uniti nel 2023
- L'abbandono della politica "zero Covid" da parte della Cina dal 2023 è positivo per l'Europa e il Giappone
- Negli Stati Uniti il picco dell'inflazione è probabilmente superato, l'Europa seguirà con ritardo nel T3

## Previsioni: un raffronto

	Crescita PIL 2022		Crescita PIL 2023		Inflazione 2022		Inflazione 2023	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Stati Uniti	2,7% ↓	2,8% ↓	1,5% ↓	2,1% ↓	7,4% ↑	7,2% ↑	3,2% ↑	3,3% ↑
Eurozona	2,6% ↓	2,7% ↓	2,0%	2,2% ↓	6,3% ↑	6,8% ↑	2,5% ↑	2,6% ↑
Germania	1,9% ↓	2,0% ↓	2,2%	2,4% ↓	6,4% ↑	6,6% ↑	2,9% ↑	3,0% ↑
Francia	2,9% ↓	2,9% ↓	1,5%	1,7% ↓	4,2% ↑	4,5% ↑	2,3% ↑	2,3% ↑
Regno Unito	3,9% ↓	3,8% ↓	0,9% ↓	1,0% ↓	7,3% ↑	7,8% ↑	4,0% ↑	4,3% ↑
Svizzera	2,5%	2,6%	1,2% ↓	1,8%	2,1% ↑	2,1% ↑	1,1% ↑	1,0% ↑
Giappone	1,6% ↓	2,0% ↓	1,6%	1,9% ↑	1,7%	1,7% ↑	0,7%	1,1% ↑
Cina	4,3% ↓	4,7% ↓	5,2%	5,1%	2,3%	2,2% ↑	2,0%	2,3% ↑

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce.  
Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 09.05.2022.

## Grafico del mese



Qualsiasi scenario relativo all'inflazione e ai prossimi sviluppi economici in Europa è fortemente legato alla guerra in Ucraina e alla disponibilità di gas. I Paesi importatori europei cercano di rendersi indipendenti dalle forniture di gas russo. A tal fine, occorre creare le condizioni per l'importazione di gas di petrolio liquefatto. A breve termine, è necessario assicurare che le scorte di gas naturale siano sufficienti prima del prossimo inverno. Dal livello di riempimento degli impianti di stoccaggio di gas naturale in Germania si deduce il successo degli sforzi compiuti finora: al 29 maggio, i serbatoi erano pieni al 48,4%, un livello ancora leggermente inferiore alla media per questa stagione.

## Stati Uniti

### Soft landing o recessione?

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 2,7%	2022: 2,8%
2023: 1,5%	2023: 2,1%

Nonostante il netto aumento dei tassi d'interesse, soprattutto nel mercato dei mutui, non crediamo che l'economia statunitense sia sull'orlo di una recessione. Il mercato del lavoro resta sovraccarico, di recente le vendite al dettaglio e la produzione industriale sono state solide e l'indice dei responsabili degli acquisti rimane in crescita. Tuttavia, storicamente, in circa l'80% dei cicli di rialzo dei tassi la Fed non è riuscita a evitare una recessione. Il suo ultimo successo, nel 1994, si è verificato in una fase di calo strutturale dell'inflazione e di aumento della produttività, elementi oggi assenti. Attualmente i fattori di sostegno potrebbero essere la situazione relativamente solida delle economie domestiche, il margine di manovra sul mercato del lavoro attraverso la normalizzazione della partecipazione alla forza lavoro e della domanda di lavoratori, nonché una distensione più rapida del previsto sul fronte delle strozzature dell'offerta e dei prezzi dell'energia. Tuttavia, proprio la situazione delle economie domestiche e del mercato del lavoro potrebbe anche indurre la Fed a innalzare i tassi più del previsto per ottenere gli effetti desiderati. Basandoci su quanto accaduto nel 2001, in base a queste valutazioni, riteniamo probabile una lieve recessione senza crisi del credito nei prossimi due anni.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 7,4%	2022: 7,2%
2023: 3,2%	2023: 3,3%

Ad aprile, l'inflazione USA è scesa all'8,3%, superando probabilmente il massimo ciclico. Anche l'inflazione di fondo ha continuato a scendere al 6,2% e i prezzi dell'energia hanno registrato il primo calo dall'aprile 2021. Tuttavia, l'inflazione dei prezzi dei servizi di base, la componente su cui può influire la politica monetaria, ha continuato a salire, attestandosi al 9,0%.

## Eurozona

### Aumentano le pressioni salariali

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 2,6%	2022: 2,7%
2023: 2,0%	2023: 2,2%

L'economia europea è alle prese con molteplici ostacoli. Come effetto tardivo della pandemia e della politica "zero Covid" del governo cinese, le industrie devono far fronte ai problemi delle catene logistiche. Intanto, la domanda dalla Cina rimane modesta. La guerra in Ucraina non fa che peggiorare le cose, e per le imprese la conseguenza più grave è l'ulteriore rincaro dell'energia. I Paesi dell'Unione monetaria si renderanno indipendenti dalle forniture di gas russo con ritmi diversi (cfr. grafico del mese a pagina 1). L'aumento dell'inflazione costringe la Banca centrale europea (BCE) a effettuare i primi rialzi dei tassi durante l'estate. Al pari di un eventuale embargo energetico, l'aumento dei costi di finanziamento avrà effetti eterogenei sui debitori pubblici e privati dell'Unione. Dieci anni dopo il suo impegno a salvare l'euro in veste di presidente della BCE, ora Mario Draghi è il Primo ministro dell'Italia, il Paese che più di tutti sarebbe minacciato dall'aumento dei tassi d'interesse. Sul fronte positivo, l'Europa dovrebbe beneficiare di una stabilizzazione delle condizioni economiche in Cina nei prossimi dodici mesi. Tuttavia, dopo un picco intermedio nella prima metà del 2023, i rischi di recessione potrebbero aumentare gradualmente anche in Europa.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 6,3%	2022: 6,8%
2023: 2,5%	2023: 2,6%

Le stime preliminari del tasso d'inflazione per maggio indicano un ulteriore aumento del rincaro annuo in tutti gli Stati membri dell'Unione monetaria, ad eccezione dei Paesi Bassi. Anche escludendo un aumento particolarmente pronunciato dei prezzi dell'energia, le pressioni inflazionistiche continuano a intensificarsi. È sempre più evidente che la BCE dovrà normalizzare la propria politica monetaria più rapidamente di quanto previsto in precedenza.

## Germania

### L'industria continua a indebolirsi

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 1,9%	2022: 2,0%
2023: 2,2%	2023: 2,4%

A marzo l'industria tedesca è crollata del 3,9%, deludendo le aspettative di -1%. La flessione è ascrivibile soprattutto al settore manifatturiero. Il settore automobilistico, in particolare, ha perso il 14%. Ciò significa che l'industria tedesca è ora di nuovo circa il 10% sotto i livelli pre-pandemici ed è il fanalino di coda tra le maggiori economie sviluppate. Ciò è dovuto alla guerra in Ucraina, alle persistenti strozzature dell'offerta e agli alti prezzi dell'energia. Tuttavia, le ultime indagini tra le imprese appaiono più favorevoli. L'indice ifo della fiducia delle imprese ha sorpreso in positivo, grazie soprattutto alla situazione migliore del previsto. Nel complesso anche le aspettative sono leggermente migliorate, ma restano basse. Uno dei miglioramenti più pronunciati è stato registrato dalle case automobilistiche: dopo il rapido crollo delle previsioni a marzo, ora si osserva altrettanto chiaramente un'oscillazione nella direzione opposta. Anche l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per l'industria tedesca ha sorpreso con un leggero rialzo a 54,7, ascrivibile all'aumento dell'indice della produzione e dell'occupazione. Tuttavia, i nuovi ordinativi hanno continuato a diminuire, rimanendo sotto la soglia di 50 per il secondo mese consecutivo. Nel complesso, per il prossimo futuro la situazione si conferma difficile, ma nel medio termine la Germania dovrebbe trarre vantaggio dall'abbandono della politica "zero Covid" da parte della Cina.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 6,4%	2022: 6,6%
2023: 2,9%	2023: 3,0%

Dopo il 7,4% di aprile, i dati preliminari di maggio in Germania indicano un aumento dell'inflazione primaria al 7,9%, oltre le nostre previsioni e il consensus, che dovrebbe essere ascrivibile ai prezzi di energia e alimentari. Secondo il PMI, le pressioni sui prezzi dei fattori di produzione e dei prodotti sono scese ancora su livelli molto elevati e il numero di aziende che secondo l'indagine ifo prevedono di aumentare i prezzi nei prossimi tre mesi è sceso per la prima volta da mesi.

## Francia

### Economia nazionale solida

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 2,9%	2022: 2,9%
2023: 1,5%	2023: 1,7%

Anche l'economia francese non è immune dalle difficoltà causate dal contesto geopolitico. Una stima rivista del prodotto interno lordo nei primi tre mesi dell'anno indica un calo rispetto al trimestre precedente. Tuttavia, l'economia nazionale evidenzia una migliore tenuta rispetto a quella tedesca, ad esempio. A maggio, l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) dei servizi ha subito una correzione solo lieve rispetto al massimo ciclico del mese precedente. Anche l'industria beneficia della domanda interna sostenuta. Secondo il PMI, le industrie hanno registrato un calo degli ordinativi dall'estero, ma quelli nazionali hanno continuato a crescere. La fiducia delle imprese trova riscontro anche sul mercato del lavoro. Secondo il barometro del mercato del lavoro di Manpower, le prospettive occupazionali per il T3 2022 sono nuovamente migliorate. Si può presumere che quest'anno la Francia beneficerà in modo sproporzionato del rilancio del turismo internazionale. Come in altri Paesi europei, la perdita di potere d'acquisto frena la propensione a spendere delle economie domestiche francesi. Malgrado il tetto temporaneo ai prezzi dei carburanti decretato dal governo, l'inflazione supera di gran lunga la crescita dei salari nominali. L'imminente normalizzazione della politica monetaria potrebbe inoltre frenare la disponibilità a investire nel medio termine.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 4,2%	2022: 4,5%
2023: 2,3%	2023: 2,3%

Anche se l'inflazione è inferiore a quella della Germania o dell'Italia, la perdita di potere d'acquisto in Francia era un problema già durante la campagna presidenziale. Da allora, il tasso d'inflazione ha continuato a salire; secondo l'indice armonizzato dei prezzi al consumo, a maggio il rincaro annuo ha raggiunto il 5,8%. Nei 25 anni dalla creazione dell'IPCA non era mai stato raggiunto un livello tanto elevato.

## Regno Unito

### Banca centrale pessimista

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 3,9%	2022: 3,8%
2023: 0,9%	2023: 1,0%

A maggio, la Bank of England ha sorpreso i mercati rivedendo nettamente al ribasso le previsioni di crescita e stimando un'espansione negativa nel T4 2022. Per lo stesso periodo, l'istituto prevede un picco dell'inflazione del 10%. Nell'orizzonte fino al 2025, il tasso di disoccupazione dovrebbe inoltre salire al 5,5%. In altre parole, la banca centrale britannica non crede di riuscire a ottenere un atterraggio morbido in questo ciclo dei tassi. Intanto, la politica fiscale cerca di alleviare le conseguenze economiche, soprattutto per le economie domestiche più povere, con misure di sostegno. Pur restando un po' più ottimiste, le nostre previsioni scontano un rallentamento della crescita nei prossimi trimestri. In particolare, dopo la sorpresa negativa del T1 con lo 0,8%, il trimestre in corso si prospetta deludente, a quota 0,1%. I dati sul mercato del lavoro restano solidi, ma a maggio la fiducia dei consumatori è scesa al minimo storico, soprattutto a causa dell'aumento del costo della vita. Anche l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) dei servizi ha perso nettamente terreno ad aprile, restando però oltre la soglia di crescita. Nell'industria è proseguita la tendenza al ribasso del PMI, ma sempre a un livello confortevole. Le pressioni sui tempi di consegna hanno continuato a diminuire.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 7,3%	2022: 7,8%
2023: 4,0%	2023: 4,3%

A differenza della Bank of England, ci aspettiamo che l'inflazione primaria raggiunga un picco del 9,0% ad aprile, per poi scendere a circa il 7% entro fine anno. Prevediamo anche una graduale flessione dell'inflazione di fondo nei prossimi mesi. Un rischio al rialzo per le nostre previsioni nella seconda metà dell'anno è rappresentato dall'innalzamento del tetto ai prezzi dell'energia ad opera dell'Ofgem, l'ente regolatore britannico, in ottobre.

## Svizzera

### Segnali economici contrastanti

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 2,5%	2022: 2,6%
2023: 1,2%	2023: 1,8%

La prima stima ufficiale del prodotto interno lordo della Svizzera nel T1 ha mostrato una crescita dello 0,5% rispetto ai tre mesi precedenti. Rispetto ai grandi Paesi vicini, l'economia svizzera ha quindi evidenziato ancora una volta una migliore tenuta a fronte dei rischi geopolitici. I segnali attuali sulla dinamica economica sono sempre più contrastanti: indicatori ad alta frequenza come l'indice dell'attività economica settimanale (AES) della Segreteria di Stato dell'economia (SECO) o i dati sui movimenti dell'aeroporto di Zurigo indicano una netta ripresa da metà aprile. Il settore dei servizi in generale e il turismo in particolare guardano con fiducia alla stagione estiva. La domanda interna è sostenuta anche da un mercato del lavoro estremamente solido. Il barometro economico del Centro di ricerca congiunturale del Politecnico federale di Zurigo sembra invece prevedere un rallentamento della dinamica di crescita. Dopo la netta flessione di maggio, ora il suo livello è inferiore alla media di lungo periodo. Questo indicatore tiene conto anche di variabili del mercato finanziario, come il netto aumento dei tassi d'interesse sui mutui dall'inizio dell'anno. L'attività edilizia ha rallentato già nel T1 2022 e questa tendenza dovrebbe proseguire nei prossimi trimestri.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 2,1%	2022: 2,1%
2023: 1,1%	2023: 1,0%

La ponderazione estremamente elevata (26%) dei prezzi fissati per via amministrativa nel paniere tipo usato per misurare i prezzi al consumo significa che l'aumento dei prezzi d'acquisto sarà trasmesso con un certo ritardo e l'inflazione rimarrà elevata anche nel 2023. Ad esempio, le economie domestiche svizzere percepiranno l'impatto del rincaro dell'elettricità fino al 20% solo dal prossimo anno. Ne teniamo conto rivedendo al rialzo le previsioni d'inflazione per l'intero periodo fino a metà 2023.

## Giappone

### La ripresa dovrebbe proseguire

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 1,6%	2022: 2,0%
2023: 1,6%	2023: 1,9%

Il prodotto interno lordo reale del Giappone è diminuito dello 0,2% nel T1. Questa flessione è dovuta in particolare alla crescita sostenuta delle importazioni, segno di solidità della domanda interna. Ciò trova riscontro anche nella relativa stabilità della spesa per consumi e degli investimenti delle imprese. Per il T2 prevediamo ancora una volta una crescita trimestrale positiva. La ripresa economica dovrebbe proseguire anche dopo, ma con un ritmo più lento. Malgrado un lieve indebolimento, a maggio l'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) dell'industria è rimasto oltre la soglia di crescita, a 53,2, e quello dei servizi ha continuato a riprendersi superando la soglia di 50. Tuttavia, secondo il PMI la situazione sul fronte dei tempi di consegna è nuovamente peggiorata. La politica "zero Covid" in Cina dovrebbe aver avuto un ruolo importante in questo senso e spiega parte del crollo del 5,5% delle esportazioni reali del Giappone in aprile: da un lato, il calo della domanda dalla Cina ha avuto un impatto diretto e, dall'altro, la carenza di semilavorati cinesi ha probabilmente ridotto le esportazioni verso altri Paesi. Secondo le nostre ipotesi di riferimento, nel 2023 la Cina abbandonerà la sua rigida politica sul Covid, il che dovrebbe favorire il Giappone. Quest'ultimo potrebbe allentare le rigide misure di contenimento nel settore turistico dopo le elezioni della Camera alta, al più tardi nel luglio 2022. Ciò avrà un impatto positivo soprattutto sul settore dei servizi.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 1,7%	2022: 1,7%
2023: 0,7%	2023: 1,1%

Per la prima volta dal 2014, ad aprile l'inflazione primaria ha superato l'obiettivo del 2% della banca centrale, raggiungendo il 2,5%. Anche l'inflazione di fondo è balzata al 2,1% dallo 0,8% del mese precedente. Prevediamo che a maggio l'inflazione primaria resti stabile, per poi scendere di nuovo sotto il 2% entro luglio 2022. Pertanto, nell'immediato un intervento della Bank of Japan non sarà necessario.

## Cina

### Ancora "zero Covid" nel 2022

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 4,3%	2022: 4,7%
2023: 5,2%	2023: 5,1%

I dati economici cinesi per il mese di aprile riflettono l'impatto della recente ondata Omicron e della rigida strategia "zero Covid" sull'economia cinese. La produzione industriale si è contratta del 2,9% rispetto al 2021 e la crescita delle vendite al dettaglio è stata nettamente inferiore alle stime del consensus (-11,1%). Allo stesso tempo, la situazione del mercato del lavoro è decisamente peggiorata, dato che il tasso di disoccupazione nelle città è salito al 6,1% dal 5,8% di marzo. Dal momento che il lockdown di Shanghai è stato prorogato fino a maggio inoltrato, ci aspettiamo un altro mese deludente che avvalorerà la nostra ipotesi di una contrazione del PIL nel T2. Una nota positiva è che il numero di casi di Covid è molto diminuito rispetto al picco di metà aprile e Shanghai ha annunciato un calendario per la graduale riapertura della sua economia. Inoltre, i casi di Covid in altre province sono circoscritti in quanto le autorità adottano misure precauzionali per evitare di trovarsi in una situazione caotica quanto quella di Shanghai. Ciò riduce il rischio di diffusione del virus a livello nazionale. Tuttavia, le misure severe e il mantenimento della strategia "zero Covid" almeno fino a dopo il Congresso del Partito nell'autunno del 2022 penalizzano l'economia cinese e rappresentano un rischio al ribasso per le nostre attuali previsioni.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2022: 2,3%	2022: 2,2%
2023: 2,0%	2023: 2,3%

Ad aprile, l'inflazione in Cina è salita dall'1,5% al 2,1% a causa del rincaro dei generi alimentari e dell'energia. Inoltre, le interruzioni logistiche legate all'ondata Omicron comportano un aumento dei costi di trasporto. Allo stesso tempo, però, il blocco penalizza l'inflazione di fondo, ferma allo 0,9%, poiché l'incertezza sulle prospettive di reddito grava sul sentiment e frena i consumi.

## Economic Research



**Marc Brütsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife-am.com  
🐦 @MarcBruetsch



**Damian Künzi**  
**Economist Developed Markets**  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
🐦 @kunzi\_damian



**Josipa Markovic**  
**Economist Emerging Markets**  
josipa.markovic@swisslife-am.com



**Francesca Boucard**  
**Economist Real Estate**  
francesca.boucard@swisslife-am.com  
🐦 @f\_boucard



**Rita Fler**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fler@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, Aachenerstrasse 186, D-50931 Köln, da Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 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.