

Febbraio 2021

Messaggi chiave

- Con l'inizio delle campagne di vaccinazione, nel 2021 si prospetta l'inizio della fine della pandemia
- Dopo la Cina, gli USA e la Svizzera saranno le prossime economie a raggiungere i livelli pre-crisi
- Per ora il rallentamento dell'economia globale limita i rischi di aumento dell'inflazione

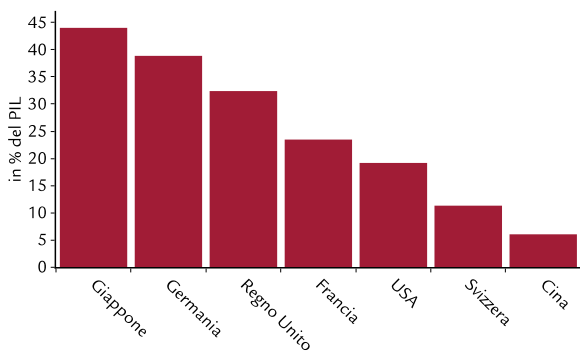
Previsioni: un raffronto

	Crescita PIL 2021		Crescita PIL 2022		Tasso d'inflazione 2021		Tasso d'inflazione 2022	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
USA	4,8% ↑	4,4% ↑	3,2%	3,4%	2,2% ↑	2,1% ↑	2,2%	2,2%
Eurozona	4,6% ↑	4,4% ↓	2,4%	4,0%	1,0%	0,9%	1,5%	1,3%
Germania	3,7% ↑	3,7% ↓	2,4%	3,6%	1,7% ↑	1,5% ↑	1,6%	1,6%
Francia	6,8%	5,6% ↓	2,2%	3,8%	1,1%	0,8%	1,5%	1,1%
Regno Unito	5,1% ↓	4,3% ↓	4,1%	5,8%	1,5%	1,5% ↓	1,6%	2,0%
Svizzera	3,5% ↑	3,2% ↓	2,2%	2,9%	0,5%	0,3% ↑	0,7%	0,5%
Giappone	2,6%	2,4% ↓	1,4%	2,2%	0,0%	-0,1% ↓	0,4%	0,5%
Cina	8,3% ↑	8,3%	5,2%	5,4%	1,4%	1,4%	2,1%	2,1%

Le frecce indicano la differenza rispetto al mese precedente
Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 11 gennaio 2021

Grafico del mese

Risposta della politica fiscale nel 2020 (spese, prestiti e garanzie)



■ Risposta fiscale discrezionale alla pandemia COVID-19 (Fonte: FMI)

MACROBOND

Per contrastare la crisi è stata stanziata o accantonata per misure di politica fiscale una quantità di denaro senza precedenti. Nel 2020 in Svizzera lo stimolo fiscale ha superato di 20 volte l'importo speso durante la crisi finanziaria del 2008, mentre si stima che il pacchetto fiscale della Germania sia dieci volte maggiore. L'esperienza del Giappone insegna che l'importo annunciato dei programmi di spesa tende a superare quello effettivo a posteriori. Tuttavia, la risposta fiscale discrezionale alla pandemia di COVID-19 rimane colossale. Con la coordinazione della politica monetaria e fiscale, ora i rischi d'inflazione a lungo termine sono più significativi che mai negli ultimi 20 anni.

USA

Il muro dei soldi

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 4,8%	2021: 4,4%
2022: 3,2%	2022: 3,4%

Come previsto, la fine del 2020 è stata difficile per i dati economici USA. A dicembre le nuove restrizioni hanno causato il primo calo mensile dell'occupazione dall'aprile 2020, mentre il ritiro dello stimolo fiscale ha contribuito alla terza flessione mensile consecutiva delle vendite al dettaglio. Ci aspettiamo un netto aumento del dinamismo economico nel 2021, soprattutto grazie allo stimolo fiscale. Il piano di stimolo bipartisan faticosamente concordato a fine dicembre include un assegno di 600 USD a persona e la proroga delle indennità di disoccupazione potenziate fino a metà marzo. Il presidente Biden ha proposto un nuovo pacchetto fiscale da 1,9 Bn. di USD (8,8% del PIL) che include un altro assegno di 1 400 USD a persona, la proroga delle indennità di disoccupazione potenziate fino a settembre e, soprattutto, aiuti per i governi statali e locali. Data la maggioranza stentata al Senato, gli osservatori si aspettano un pacchetto finale più vicino ai 1 000 Mrd. di USD e che l'assegno sia il punto meno contestato. Secondo un'indagine della Fed di New York, le famiglie hanno risparmiato il 36,4% del primo assegno e ne hanno usato il 34,5% per rimborsare debiti. Gli intervistati hanno dichiarato anche che la loro propensione al risparmio aumenterebbe con ulteriori misure di trasferimento fiscale. Quindi, questi assegni sosterranno senz'altro i consumi privati nel 2021, ma di fatto i mercati finanziari e le famiglie potrebbero essere i maggiori beneficiari di questo "muro dei soldi".

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 2,2%	2021: 2,1%
2022: 2,2%	2022: 2,2%

Durante la pandemia, l'inflazione di fondo USA è dipesa perlopiù dalla dinamica economica, quindi nel T4 2020 anche il CPI core si è indebolito per effetto della domanda sottotono. Tuttavia, l'inflazione primaria ha sorpreso in positivo a dicembre grazie al rincaro di alimentari ed energia. Prevediamo una normalizzazione dell'inflazione di fondo nel 2021 con la rapida ripresa della domanda, mentre l'inflazione primaria beneficerà anche di effetti base favorevoli.

Eurozona

Il ritorno dell'inflazione

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 4,6%	2021: 4,4%
2022: 2,4%	2022: 4,0%

L'avvio delle campagne di vaccinazione in tutti gli Stati membri suggerisce che iniziamo a vedere la luce in fondo al tunnel della pandemia. Intanto, l'inasprimento delle misure di contenimento per contrastare la seconda ondata e le mutazioni del virus fanno presagire che la ripresa economica subirà una battuta d'arresto più profonda e duratura del previsto. Come osservato durante i primi lockdown tra febbraio e maggio 2020, in tutta Europa i settori dei servizi sono i più penalizzati da queste misure, mentre i produttori con una base di clienti globale beneficiano di catene logistiche intatte. Di conseguenza, secondo gli indici PMI l'attività manifatturiera ha continuato a crescere all'inizio dell'anno, mentre i servizi hanno subito una contrazione per il quinto mese consecutivo. Oltre alla composizione settoriale dei singoli Paesi e al margine di manovra fiscale, la futura gestione della pandemia e il successo delle campagne vaccinali saranno fondamentali per scandire il ritmo della ripresa economica. Per Malta, Irlanda e Spagna l'avvio delle campagne vaccinali è stato relativamente rapido. La ripresa economica è invece a rischio in paesi come Austria, Grecia e Slovacchia, dove i progressi sul fronte delle vaccinazioni sono lenti e le misure di contenimento assai rigide. Un indicatore del PIL ad alta frequenza della banca centrale austriaca segnala una nuova netta contrazione da inizio anno.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 1,0%	2021: 0,9%
2022: 1,5%	2022: 1,3%

Prevediamo un ritorno temporaneo dell'inflazione nel 2021. Dal -0,3% di dicembre 2020, l'inflazione primaria annuale dovrebbe raggiungere l'1,8% a ottobre 2021. L'inflazione si dirige verso l'obiettivo della Banca centrale europea, "prossimo, ma inferiore al 2%", ma non ci aspettiamo interventi di politica monetaria. Il rialzo è perlopiù transitorio e deriva dagli effetti base dei prezzi dell'energia o dalla revoca del taglio temporaneo dell'IVA in Germania.

Germania

Fattori una tantum e inflazione

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 3,7%	2021: 3,7%
2022: 2,4%	2022: 3,6%

Il secondo lockdown in Germania non ha causato un nuovo calo dell'attività economica nel T4 2020. Alla luce dei dati in arrivo, abbiamo rivisto lievemente al rialzo la proiezione di crescita del PIL del T4 prima dei dati ufficiali preliminari del 29 gennaio. L'attività industriale ha beneficiato della domanda sostenuta dall'Asia e dagli USA. Tuttavia, le misure di contenimento ancora più restrittive da inizio anno e la probabile proroga dell'attuale lockdown giustificano una revisione al ribasso delle previsioni per il T1. Secondo il COVID-19 Containment Policy Stringency Index dell'Università di Oxford, le misure tedesche sono tra le più rigorose in Europa, di conseguenza a gennaio l'attività economica del Paese ha rallentato. Recentemente la fiducia dei consumatori e l'Ifo Business Climate Indicator hanno nettamente perso terreno. Stando ai dati preliminari dell'indice PMI, l'attività nel settore dei servizi si sta deteriorando. Ora prevediamo un calo del PIL dello 0,4% nel T1, prima che la ripresa economica riacquisti slancio. Nel nostro scenario di riferimento, il PIL reale tedesco chiuderà il 2021 appena sotto il livello pre-crisi, mentre a fine 2022 dovrebbe superarlo dell'1,5%. Ci aspettiamo un notevole sostegno dalla politica fiscale (cfr. pag. 1): la coalizione al governo è incentivata a mantenere a tutti i costi la sua politica fiscale accomodante fino alle elezioni politiche di settembre 2021.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 1,7%	2021: 1,5%
2022: 1,6%	2022: 1,6%

Nel 2021 diversi fattori una tantum risolleveranno l'indice dei prezzi al consumo tedesco. Entro fine anno l'aumento dei prezzi di mercato globali dei prodotti energetici, la nuova tassa sulla CO2 e la revoca del taglio temporaneo dell'IVA faranno balzare l'inflazione primaria al 3,0% dal -0,7% di dicembre 2020. Questo incremento, a nostro avviso solo temporaneo, potrebbe essere sufficiente ad attirare l'attenzione dei media e a scatenare una nuova ondata di isteria inflazionistica ingiustificata nel pubblico tedesco.

Francia

La vaccinazione inizia lentamente

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 6,8%	2021: 5,6%
2022: 2,2%	2022: 3,8%

A differenza della Germania, la Francia ha iniziato ad allentare gradualmente le misure di contenimento da dicembre. Gli indicatori della fiducia delle imprese sono quindi migliorati, diversamente da quanto osservato di recente in territorio tedesco. Pertanto ci aspettiamo che il PIL francese riprenda quota già durante il trimestre, dopo la nuova flessione del T4 2020. L'economia dovrebbe crescere dell'1,8% nel T1 e del 2,1% nel T2 2021. Difficilmente il PIL tornerà sui livelli pre-crisi prima della seconda metà del 2022. La fiducia delle imprese manifatturiere francesi è relativamente salda, ma il lockdown continua a penalizzare i servizi. La Francia è una delle principali mete turistiche europee, quindi il successo delle campagne vaccinali in tutta Europa dovrebbe essere nel suo interesse, poiché consentirebbe la ripresa dei viaggi internazionali entro il T2 2021. Eppure, l'avvio della campagna di vaccinazione nazionale è stato assai lento. Secondo i dati raccolti da Our World in Data, un'iniziativa dell'Università di Oxford, mentre scriviamo solo 1,61 persone su 100 hanno ricevuto la prima dose del vaccino. La Francia è dunque indietro rispetto a quasi tutti gli altri Paesi dell'Eurozona. La logistica potrebbe aver influito, ma in Francia lo scetticismo riguardo ai vaccini è molto più diffuso che nel resto d'Europa. Quindi il netto aumento della propensione al vaccino nelle ultime settimane, dopo le buone notizie provenienti da Israele, è incoraggiante.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 1,1%	2021: 0,8%
2022: 1,5%	2022: 1,1%

Ipotizziamo che nel dicembre 2020 l'inflazione primaria sia scesa allo 0%, raggiungendo un minimo ciclico. Intanto, le nostre previsioni sull'inflazione restano superiori al consensus per il 2021 e il 2022. I prezzi dell'energia hanno continuato a salire a inizio anno. In funzione dei tempi della riapertura dell'economia, le aziende dei settori alberghiero e dei trasporti recupereranno un certo potere di definizione dei prezzi con il rilascio della domanda repressa per tempo libero e intrattenimento.

Regno Unito

Ripresa tardiva

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 5,1%	2021: 4,3%
2022: 4,1%	2022: 5,8%

Dopo un flusso infinito di notizie economiche negative, i recenti dati relativi a novembre e dicembre 2020 hanno finalmente concesso una tregua, suggerendo che i danni economici della seconda ondata sono stati meno gravi del previsto. Un aspetto particolarmente incoraggiante è stato l'andamento positivo dei settori manifatturiero ed edile, malgrado il deterioramento della situazione sanitaria. Tuttavia, nel 2021 il nascente ottimismo si è attenuato. Le nuove restrizioni hanno causato nette flessioni degli indicatori di mobilità e l'indice PMI composito di gennaio è sceso al livello più basso (40,6 punti) da maggio 2020, ben al di sotto del dato dell'Eurozona (47,5) o degli USA (58,0). Com'era prevedibile, ciò è dovuto soprattutto ai servizi, ma anche il settore manifatturiero ha decisamente perso slancio. Ai problemi dell'economia britannica si sono aggiunte le perturbazioni causate dal passaggio al regime commerciale post-Brexit. Nell'indagine PMI di gennaio i produttori hanno segnalato tempi di consegna più lunghi e un rincaro dei fattori di produzione. Tuttavia, sono rimasti ottimisti per il resto dell'anno (la componente "produzione futura" si è mantenuta sopra i 70 punti), poiché la situazione alle frontiere probabilmente migliorerà. Complici i rapidi progressi della campagna di vaccinazione (mentre scriviamo il RU ha già somministrato 10 dosi per ogni 100 persone), ci aspettiamo una rapida ripresa dell'economia dopo una flessione del PIL nel T1 2021.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 1,5%	2021: 1,5%
2022: 1,6%	2022: 2,0%

Dopo un anno di dati sull'inflazione perlopiù inferiori all'1%, il 2021 porterà probabilmente ad una rapida normalizzazione, soprattutto quando la ripresa economica prenderà piede nel T2. Nel T1 i lockdown frenarono l'inflazione dei servizi, ma la revoca dei tagli temporanei dell'IVA e il rincaro dell'energia e dei beni importati a causa delle perturbazioni alle frontiere potrebbero attenuarne l'effetto.

Svizzera

COVID: "effetti a lungo termine"

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 3,5%	2021: 3,2%
2022: 2,2%	2022: 2,9%

Normalmente per la pubblicazione ufficiale dei dati sul PIL del T4 2020 da parte della SECO, la Segreteria di Stato dell'economia svizzera, dovremmo aspettare il 26 febbraio. Di questi tempi però l'analisi dei dati economici non ha più nulla di normale: il nuovo indice dell'attività economica settimanale (AES) della SECO permette già di concludere che l'impatto economico delle nuove misure di contenimento nel T4 2020 e a inizio 2021 è stato molto meno pronunciato di quello osservato tra febbraio e maggio 2020. Nel nostro scenario di riferimento, l'attività economica dovrebbe acquistare slancio con l'allentamento delle misure di contenimento a partire da marzo. I gradual progressi della campagna di vaccinazione svizzera dovrebbero consentire la riapertura dei settori dei servizi penalizzati nel T2. Alla luce della composizione settoriale favorevole, delle misure di contenimento relativamente blande e dei notevoli vantaggi della rapida ripresa in Asia per i settori orientati alle esportazioni, la Svizzera tornerà al PIL pre-crisi più rapidamente dei vicini europei. Tuttavia, l'economia elvetica non resterà immune dagli "effetti a lungo termine" del COVID. La disoccupazione dovrebbe salire a circa il 3,8% entro aprile 2021. Le aree che stanno perdendo più posti di lavoro rimangono alberghi, ristoranti, agenzie di viaggio e intrattenimento. I fallimenti aziendali in questi settori dovrebbero aumentare notevolmente nei prossimi mesi.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 0,5%	2021: 0,3%
2022: 0,7%	2022: 0,5%

Nel febbraio 2020 la Svizzera è entrata nella quarta fase di deflazione degli ultimi 15 anni. Il rincaro dell'energia spingerà l'inflazione annuale dei prezzi al consumo nuovamente in territorio positivo nel T2 2021. Il maggiore dinamismo dell'economia globale e un probabile aumento dei prezzi dei servizi interni dopo la riapertura dell'economia dovrebbero spingere l'inflazione verso un picco temporaneo di circa l'1,0% a fine anno.

Giappone

Impennata dei casi e zero vaccini

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 2,6%	2021: 2,4%
2022: 1,4%	2022: 2,2%

Il 2021 è iniziato con un nuovo stato di emergenza in diverse regioni del Giappone. La pandemia è molto meno violenta che in Europa, ma ora nel Paese i tassi di infezione e la mortalità superano i livelli della prima ondata e sono tra i più alti in Asia. Preoccupato per gli ospedali sovraffollati, il governo ha chiesto nuovamente alle aziende di limitare la presenza negli uffici e a bar, ristoranti, palestre ecc. di ridurre gli orari di apertura. Gli eventi sportivi sono ancora ammessi con capacità ridotta. A differenza della prima ondata, i negozi non essenziali e le scuole sono ancora aperti. Pur non essendo obbligatorie, queste misure hanno già influito notevolmente sulla mobilità individuale: secondo i dati di Google, nelle stazioni di transito è del 40% più bassa del normale, mentre la mobilità per scopi commerciali e ricreativi è inferiore alla norma del 25%. Nel T1 2021 i dati relativi all'economia giapponese, che nel 2020 è stata una delle meno colpite tra i mercati sviluppati, saranno probabilmente sottotono, soprattutto per i consumi privati. Intanto, secondo le indagini, la produzione manifatturiera dovrebbe continuare a guadagnare terreno grazie alla ripresa della domanda estera. Alla luce del punto di partenza abbastanza favorevole, della crescita potenziale nel complesso contenuta e dell'avvio lento e faticoso delle vaccinazioni (le approvazioni dei vaccini sono ancora in sospeso), dopo il T1 2021 prevediamo una ripresa modesta rispetto ad altri Paesi sviluppati.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 0,0%	2021: -0,1%
2022: 0,4%	2022: 0,5%

A dicembre l'inflazione primaria in Giappone dovrebbe aver raggiunto il punto di minimo, al -1,2%. Nel T2 ci aspettiamo un rapido ritorno verso lo 0% per via dell'effetto base dei prezzi dell'energia. Data la chiusura graduale dell'output gap, nel 2021 la pressione sui prezzi e salari si prospetta contenuta, con un'inflazione media attesa di appena lo 0%. Nel 2022 la dinamica dei prezzi potrebbe migliorare, ma l'inflazione resterà ben lontana dall'obiettivo del 2% della Bank of Japan.

Cina

Il virus turba il Capodanno cinese

Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 8,3%	2021: 8,3%
2022: 5,2%	2022: 5,4%

La Cina è stata l'unica grande economia mondiale a superare i livelli pre-crisi nel 2020. Il PIL annuale è cresciuto del 2,3%, andando oltre le nostre stime e il consensus. Il boom di esportazioni di beni legati alla pandemia prodotti in Cina, come attrezzature mediche e computer, ha contribuito all'ottima performance. Inoltre, l'attività industriale ha recuperato rapidamente terreno dopo l'allentamento del lockdown nel T2 e a fine anno aveva superato i livelli pre-crisi del 7,3%. Le rigide misure di contenimento e il tracciamento efficiente sono riusciti ad arginare la diffusione del virus consentendo una rapida riapertura dell'economia, mentre le misure di stimolo hanno dato impulso all'attività industriale e immobiliare. Nel 2021 l'economia cinese dovrebbe continuare a crescere, favorita dalla domanda esterna sostenuta nel contesto della ripresa globale. Tuttavia, è probabile che i tassi di crescita trimestrali perdano slancio. Le misure di stimolo fiscale e monetario saranno ritirate e l'attenzione tornerà a concentrarsi sui timori per la stabilità finanziaria, specie nel settore immobiliare altamente indebitato. A complicare il T1 2021 contribuirà anche la recente impennata dei casi di COVID-19 nel nord del Paese, proprio in vista del Capodanno cinese che quest'anno cade il 13 febbraio. Le autorità cinesi stanno adottando misure volte a scoraggiare i viaggi durante le festività, il che peserà sulla fiducia dei consumatori e su servizi come i trasporti e il tempo libero.

Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 1,4%	2021: 1,4%
2022: 2,1%	2022: 2,1%

A dicembre l'indice cinese dei prezzi al consumo (CPI) è tornato in territorio inflazionistico allo 0,2%, dopo essere scivolato in deflazione a novembre (-0,5%). L'aumento è ascrivibile a un'ondata di freddo che ha causato un rincaro dei generi alimentari. Tuttavia, nel T1 2021 i prezzi dei suini dovrebbero riportare il CPI complessivo in territorio deflazionistico. Intanto, escludendo i prezzi di alimentari ed energia, il CPI core è sceso dallo 0,5% allo 0,4%.

Economic Research



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
🐦 @MarcBruetsch



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife.ch



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife.ch



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife.ch
🐦 @f_boucard



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@swisslife.ch

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2019

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Euro zone 2019

Avete delle domande o desiderate registrarvi per ricevere questa pubblicazione?

Inviare un'e-mail all'indirizzo info@swisslife-am.com.

Per informazioni più dettagliate vi invitiamo a visitare il nostro sito web 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 Corpus Sireo Real Estate 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.