

Settembre 2020

Messaggi chiave

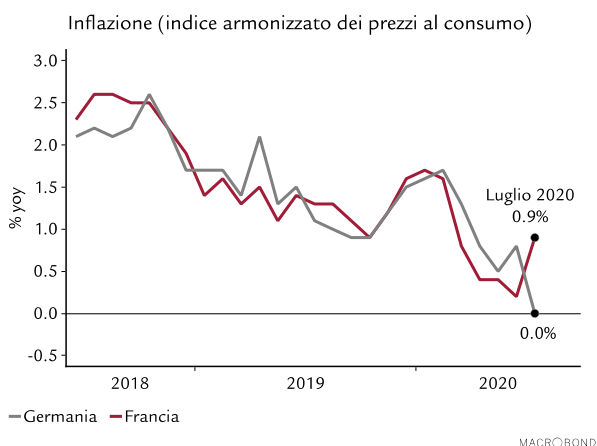
- Per ora i dati sull'inflazione sono distorti da effetti temporanei.
- La disoccupazione e i fallimenti continueranno ad aumentare durante la ripresa economica in atto.
- Il ritmo della ripresa economica è strettamente correlato all'entità delle misure di contenimento attuate.

Previsioni a confronto

| | Crescita PIL 2020 | | Crescita PIL 2021 | | Tasso d'inflazione 2020 | | Tasso d'inflazione 2021 | |
|-------------|-------------------|-----------|-------------------|-----------|-------------------------|-----------|-------------------------|-----------|
| | Swiss Life AM | Consensus | Swiss Life AM | Consensus | Swiss Life AM | Consensus | Swiss Life AM | Consensus |
| USA | -3,7% | -5,2% ↑ | 4,0% ↓ | 4,0% | 1,2% ↑ | 0,9% ↑ | 1,8% ↑ | 1,7% |
| Eurozona | -6,4% ↑ | -7,9% ↑ | 5,3% ↓ | 5,7% ↓ | 0,6% ↑ | 0,4% | 1,2% ↑ | 1,1% ↑ |
| Germania | -4,8% ↓ | -6,1% ↑ | 4,0% ↑ | 4,7% ↓ | 0,6% ↓ | 0,5% ↓ | 1,6% ↑ | 1,6% ↑ |
| Francia | -8,0% ↑ | -9,6% ↑ | 7,3% ↓ | 7,2% ↑ | 0,7% ↑ | 0,5% | 1,3% ↑ | 1,0% ↓ |
| Regno Unito | -8,2% ↓ | -9,9% ↓ | 7,2% ↑ | 6,4% ↑ | 0,9% ↑ | 0,7% ↓ | 1,6% ↑ | 1,4% ↑ |
| Svizzera | -3,8% | -5,6% ↑ | 4,4% | 4,4% ↓ | -0,5% ↑ | -0,7% | 0,6% | 0,2% |
| Giappone | -4,6% | -5,3% ↓ | 2,6% | 2,5% | 0,2% ↑ | -0,1% ↑ | 0,2% | 0,2% ↑ |
| Cina | 2,3% | 2,1% ↑ | 7,5% | 7,8% ↓ | 2,7% ↑ | 2,7% | 1,9% | 2,0% ↑ |

Le frecce indicano la differenza rispetto al mese precedente
Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 10 agosto 2020

Grafico del mese



L'inflazione di luglio ha sorpreso la comunità economica e ci ha fatto ritoccare verso l'alto le previsioni per il 2020. Due i fattori importanti, ma temporanei: negli USA e in Francia la ripresa della domanda ha portato a un rialzo dei prezzi in settori come l'abbigliamento. Molti servizi non erano disponibili durante il lockdown ed è stato necessario stimarne i prezzi. In UK la nuova raccolta dati in tali servizi, il cui tasso d'inflazione tende a essere superiore alla media, ha distorto verso l'alto l'inflazione primaria. A luglio l'anomalia è stata la Germania, dove le ripercussioni del temporaneo taglio dell'IVA sui prezzi al consumo sono state molto più ampie del previsto, provocando dinamiche inflazionistiche opposte rispetto alla Francia.

USA

Focus sulla politica

Crescita del PIL

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: -3,7% | 2020: -5,2% |
| 2021: 4,0% | 2021: 4,0% |

L'impennata di casi di COVID-19 a luglio e le relative misure di contenimento di alcuni Stati non hanno rallentato l'economia, contrariamente alle nostre attese. Le vendite al dettaglio e la produzione industriale sono salite dell'1,2% e del 3,0% su base mensile a luglio, con le prime ormai sopra i livelli pre-crisi. Il rapporto sul mercato del lavoro di luglio ha mostrato una crescita ininterrotta dell'occupazione e un forte calo della disoccupazione, dall'11,1% al 10,2%. Ma quest'ultima è stata trainata anche da un sorprendente (benché forse temporaneo) calo del tasso di attività. In assoluto, notiamo una ripresa, superiore al consensus, dell'economia USA pari al 7,8% nel T3, dopo un crollo del 9,1% nel secondo. La ripresa economica e il miglioramento della situazione sanitaria in importanti *swing state* come Florida, Texas, Ohio o Pennsylvania potrebbero spiegare perché il presidente Trump di recente ha recuperato terreno su Joe Biden nella corsa alla presidenza, stando ai sondaggi e ai pronostici. Se la corsa probabilmente non avrà effetti immediati sull'economia, il principale rischio politico da monitorare è il pacchetto fiscale, ora in stallo, "CARES 2". Prevediamo che il secondo pacchetto di stimoli sarà approvato dal Congresso, date le pressioni dei governi locali e degli Stati su entrambi i partiti, anche se un fallimento, che bloccherebbe la ripresa dei consumi, resta possibile.

Inflazione

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|------------|
| 2020: 1,2% | 2020: 0,9% |
| 2021: 1,8% | 2021: 1,7% |

Un altro rialzo sorprendente: l'inflazione primaria annua è risalita a luglio, da 0,6% a 1,0%, sulla scia del più alto incremento su base mensile di quella di fondo dal 1991 (0,6%). Non è una svolta verso un regime più inflazionistico, secondo noi, ma riflette il ritorno a livelli di prezzi più normali in settori duramente colpiti dalla crisi COVID-19, come l'abbigliamento e i servizi di trasporto.

Eurozona

La prossima fase: misure mirate

Crescita del PIL

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: -6,4% | 2020: -7,9% |
| 2021: 5,3% | 2021: 5,7% |

A inizio T2, la visibilità di indicatori economici affidabili è stata scarsissima. Gli economisti, noi compresi, sottovalutavano sia l'entità dello choc economico durante i lockdown, sia il calo dell'attività nella seconda metà del T1, quando consumatori e aziende hanno messo in atto il distanziamento sociale. Da allora sono stati segnati molti progressi nella comprensione della pandemia e del suo impatto sui singoli settori: quando sono usciti i dati del PIL del T2 per l'eurozona, l'errore di previsione rispetto al reale esito è stato sorprendentemente ridotto. Secondo Bloomberg, la stima di consensus per l'eurozona del PIL del T2 era una contrazione del -12,1%, che si è rivelata essere precisa. Per la Germania, la nostra stima coincideva con la seconda stima dell'ufficio di statistica tedesco. Anche le autorità stanno imparando ad affrontare la pandemia. Nonostante il recente aumento dei casi di infezione segnalati, continuiamo a prevedere che le misure mirate locali saranno sufficienti per evitare che il sistema sanitario europeo sia sopraffatto da una seconda ondata in inverno. Per il futuro, consigliamo misure di politica fiscale più mirate. In una fase successiva, sarà più opportuno sostenere l'innovazione che preservare le strutture obsolete.

Inflazione

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|------------|
| 2020: 0,6% | 2020: 0,4% |
| 2021: 1,2% | 2021: 1,1% |

Considerate le quantità di risorse sottoutilizzate e l'ipotesi che non si torni ai livelli pre-crisi prima del 2022, non prevediamo una rapida ripresa dell'inflazione a breve. Prevediamo che l'inflazione primaria ritorni sopra l'1% nel 2021 soprattutto per un effetto di base legato alla volatilità dei prezzi dell'energia nel 2020. A parte i problemi nella misurazione dei prezzi nel periodo di lockdown (cfr. pag. 1), il temporaneo taglio dell'IVA in Germania complica la valutazione del loro andamento.

Germania

Attenzione: ripercussioni dell'IVA

Crescita del PIL

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|--------------|
| 2020: -4,8 % | 2020: -6,1 % |
| 2021: 4,0 % | 2021: 4,7 % |

Il PIL tedesco del T2 è sceso del 9,7% secondo la seconda stima, in linea con le nostre previsioni e meno delle stime di consensus (-9,0%). Si tratta del più grosso calo dall'inizio del calcolo del PIL trimestrale tedesco, con contributi negativi da tutti i componenti di spesa, tranne i consumi pubblici. Nonostante l'attuale trimestre segnerà un altro record di crescita in senso opposto, non prevediamo un completo recupero delle forti perdite fino a 2022. I dati del T3 rivelano un mercato del lavoro ancora robusto, con il tasso di disoccupazione stagionalizzato fermo al 6,4%. Al contempo il numero di nuovi dipendenti con orari di lavoro ridotti è sceso a circa 190 000 dal picco di 8 milioni di maggio. La componente dell'occupazione dell'indice PMI manifatturiero è migliorata ad agosto ma resta ben sotto i 50 punti, ovvero la soglia di espansione. L'intero PMI manifatturiero ha toccato quota 53,0 da 51,0, grazie al grosso contributo dei nuovi ordinativi, in linea con l'indice del clima aziendale ifo pubblicato, più favorevole al settore manifatturiero. Il clima è migliorato anche per i servizi, stando al sondaggio ifo, trainati dall'attuale valutazione e dalle attuali attese. Il PMI dei servizi, da 55,6 a 50,8, è meno incoraggiante. Tale delusione potrebbe riflettere il generale aumento dei nuovi casi giornalieri di COVID-19 e le nuove misure di contenimento locali.

Inflazione

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: 0,6 % | 2020: 0,5 % |
| 2021: 1,6 % | 2021: 1,6 % |

Il mese di luglio ha evidenziato un taglio temporaneo dell'IVA molto più consistente di quanto previsto. L'indice armonizzato dei prezzi al consumo è rimasto fermo rispetto a un anno fa, dopo un aumento dello 0,8% a giugno, per effetto di un calo dei prezzi dei beni, mentre quelli dei servizi sono cresciuti al di sopra della media. Perciò abbiamo abbassato le previsioni per il 2020 allo 0,6% dall'1,0% e aumentato quelle per il 2021 all'1,6%, dall'1,5%.

Francia

Una ripresa fiacca?

Crescita del PIL

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|--------------|
| 2020: -8,0 % | 2020: -9,6 % |
| 2021: 7,3 % | 2021: 7,2 % |

Dal nostro ultimo documento economico ad oggi, i dati francesi hanno riservato sorprese al rialzo, giustificando un ritocco verso l'alto delle nostre previsioni di crescita 2020, invertendo la correzione di luglio. Il PIL è calato meno del previsto nel T2 e la produzione industriale è cresciuta molto a maggio e giugno. All'inizio anche gli indicatori dell'attività per l'attuale trimestre erano positivi: secondo la Banque de France il sentiment industriale è balzato da 89,1 a 99,4 p.b. a luglio. È il miglior risultato da maggio 2019 e conferma i solidi valori dei PMI di luglio pubblicati un mese fa. L'indice della mobilità al dettaglio e ricreativa di Google, che misura il tempo trascorso dalle persone in specifici luoghi, è salito anche ad agosto. La media mobile settimanale dell'indice ora è inferiore del 7% al suo livello di base a lungo termine, rispetto a un divario massimo di -88% nella prima settimana di aprile. Ma il flusso di notizie economiche incoraggianti è stato interrotto da dati preliminari di agosto deludenti per i PMI sia manifatturieri che nei servizi: l'attività industriale si è contratta ad agosto, con i nuovi ordini in calo per il secondo mese consecutivo. L'attività economica resta strettamente correlata al rigore delle misure di contenimento del COVID-19 e seguiamo attentamente l'andamento dei casi segnalati e la reazione degli indicatori dell'attività locale a tali misure.

Inflazione

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: 0,7 % | 2020: 0,5 % |
| 2021: 1,3 % | 2021: 1,0 % |

In Francia l'inflazione ha sorpreso al rialzo in tre dei quattro mesi fino a luglio. Come discusso a pag. 1, un momentaneo rialzo nei prezzi dell'abbigliamento (+12% rispetto al 2019) è stato un fattore determinante. Con i prezzi dell'energia più stabili recentemente, prevediamo un calo della volatilità sottostante dei prezzi al consumo. Si prevede un ritorno a tassi d'inflazione annuali sopra l'1% entro la fine del T1 2021.

Regno Unito

Miraggio sul mercato del lavoro

Crescita del PIL

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: -8,2% | 2020: -9,9% |
| 2021: 7,2% | 2021: 6,4% |

Ora è ufficiale: il Regno Unito, quanto a calo del PIL nel T2, è l'economia più colpita tra tutti i principali mercati sviluppati (20,4% su base trimestrale), peggio persino di Italia e Spagna. Ma il passato è il passato. Esaminando i dati del T3, sembra essere in atto una solida ripresa. I dati sulla mobilità di Google sui consumi al dettaglio e ricreativi indicano che si avvicinano ai livelli di altri Paesi europei o degli USA ad agosto. La domanda repressa dei consumi privati si sta rilanciando dopo il lockdown, mentre i volumi delle vendite al dettaglio hanno superato di molto i livelli pre-crisi a luglio e il PMI del settore dei servizi ha toccato quota 60,1 punti ad agosto. Un grosso sostegno alla ripresa viene dal grande successo del "job retention scheme" che ha mantenuto artificialmente basso il tasso di disoccupazione al 3,9% nel T2. Però il miracolo sul mercato del lavoro potrebbe presto divenire un miraggio perché il Cancelliere non intende prorogare il programma a novembre. Tale "fiscal cliff" probabilmente trasformerà molti dei lavoratori in cassa integrazione in disoccupati, con un rischio di calo dei consumi privati verso fine 2020 e inizio 2021. Alla luce delle precarie aspettative di investimento, esacerbate dall'incertezza della Brexit, ci attendiamo che il Regno Unito sia tra gli ultimi mercati sviluppati a ritornare ai livelli pre-crisi, non prima del 2022 nello scenario di base.

Inflazione

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|------------|
| 2020: 0,9% | 2020: 0,7% |
| 2021: 1,6% | 2021: 1,4% |

A luglio la quantità di articoli indisponibili per le stime dei prezzi a causa delle restrizioni in corso è diminuita notevolmente, da 67 a 12. Tale calo probabilmente ha distorto verso l'alto l'inflazione, data la diminuzione dei prezzi stimati (cfr. Il grafico). Questo effetto ha più che compensato il temporaneo taglio dell'IVA iniziato a metà luglio per alcuni articoli, mentre l'inflazione primaria annua è salita sorprendentemente di 40 p. b., all'1,0%.

Svizzera

Meno grave del previsto

Crescita del PIL

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: -3,8% | 2020: -5,6% |
| 2021: 4,4% | 2021: 4,4% |

L'economia elvetica sta uscendo dalla prima fase della pandemia piuttosto malconca. Data l'importanza del settore farmaceutico, la produzione industriale è scesa dell'8% circa nel secondo trimestre, molto meno che in altre economie occidentali. L'output di tale settore è calato solo dello 0,2% nello stesso trimestre. Gli ultimi dati pubblicati indicano che l'attività edilizia ha rallentato meno del previsto all'inizio e i portafogli ordini restano completi. In generale, il PIL reale svizzero è sceso del 8.2% nel T2, stando alle stime ufficiali preliminari. In altri settori manifatturieri, le prospettive restano modeste. I sondaggi nelle aziende metalmeccaniche ed elettriche (MEM) rivelano una certa lentezza nell'arrivo degli ordini all'inizio del T3. Nel frattempo, la ripresa nei servizi, seguita all'allentamento delle misure di lockdown a maggio, prosegue. Gli hotel e i ristoranti nelle zone alpine registrano una forte domanda interna che ha contribuito anche a ridurre i tassi di disoccupazione locali. Questo ha avuto un impatto positivo netto sui consumi finali in estate. Prevediamo che il PIL reale rimbalzi dell'8,8% nel T3. Mentre le nostre previsioni sono relativamente ottimistiche, altri hanno ritoccato le loro al rialzo di recente: nei due mesi scorsi la previsione di consensus per il 2020 è cresciuta da -6,0% all'attuale -5,6%.

Inflazione

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: -0,5% | 2020: -0,7% |
| 2021: 0,6% | 2021: 0,2% |

Come altrove, l'Ufficio federale di statistica ha incontrato difficoltà nel raccogliere i dati sui prezzi durante il lockdown. A luglio i problemi si sono risolti, tranne che per le tariffe aeree. È prematuro intravedere una tendenza chiara, ma la maggiore domanda di alcuni beni e servizi dovuta alla pandemia si riflette sui prezzi. I recenti aumenti dei prezzi si riflettono nelle categorie arredamenti, auto nuove e hotel.

Giappone Industria dell'auto in ripresa

Crescita del PIL

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|--------------|
| 2020: -4,6 % | 2020: -5,3 % |
| 2021: 2,6 % | 2021: 2,5 % |

Il Giappone è il ritardatario della ripresa industriale globale in atto, ma la situazione sta migliorando. L'esposizione al settore automobilistico è stata la principale causa della lenta inversione di tendenza. Le vendite d'auto erano ancora molto inferiori ai livelli pre-crisi alla fine del T2 in tutte le maggiori economie. Durante la crisi, molti costruttori hanno reagito chiudendo intere linee di produzione. Perciò la produzione di veicoli è stato il segmento più colpito dalla crisi in Giappone, dimezzandosi rispetto ai livelli pre-crisi a maggio. A giugno, essa è risalita toccando quota 60% dei livelli pre-crisi; luglio ha segnato un forte aumento delle esportazioni d'auto del 40% circa rispetto a giugno su base stagionalizzata. Ma i PMI indicano ancora che la ripresa industriale in Giappone sarà meno dinamica che altrove. I consumi relativamente solidi, con poche restrizioni, sono stati la ragione principale del minor calo del PIL giapponese rispetto ai principali mercati sviluppati nel T2. Anche i contributi universali in contanti di 100 000 yen a residente hanno attutito il colpo sui consumi. Con l'affievolimento del sostegno fiscale e i rischi per il mercato del lavoro in aumento, evidenziati dal crollo del rapporto offerta/domanda di lavoro, la ripresa dei consumi privati sarà più problematica da qui a fine anno.

Inflazione

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|--------------|
| 2020: 0,2 % | 2020: -0,1 % |
| 2021: 0,2 % | 2021: 0,2 % |

La normalizzazione dell'attività ha prodotto tassi d'inflazione superiori in aree come cultura, attività ricreative, arredamento o prodotti per la casa. L'inflazione fino a luglio è stata più accentuata del previsto. Abbiamo ritoccato lievemente al rialzo le previsioni per il 2020, dallo 0,1% allo 0,2%. Tuttavia, le pressioni inflazionistiche sembrano contenute con l'approssimarsi del 2021, dato il calo delle retribuzioni nominali e la relativa forza dello yen.

Cina La ripresa disomogenea prosegue

Crescita del PIL

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: 2,3 % | 2020: 2,1 % |
| 2021: 7,5 % | 2021: 7,8 % |

L'economia cinese continua a recuperare nel secondo semestre. Tuttavia, a luglio la ripresa rimaneva disomogenea ed era trainata soprattutto dal settore industriale a contributo statale. L'aumento degli investimenti è stato alimentato dal patrimonio delle società di Stato e dai progetti infrastrutturali, con ancora una scarsa domanda delle aziende private. I consumi sono rimasti deboli, con la crescita delle vendite al dettaglio ancora in contrazione a luglio. Oltre al sostegno del governo, un importante fattore positivo per l'economia cinese quest'anno è il commercio, dato che il Paese beneficia di una forte domanda per le sue esportazioni, come attrezzature mediche e articoli legati al lavoro da casa, quali computer e cellulari. In futuro il ritmo della ripresa probabilmente rallenterà, dato che i responsabili politici stanno timidamente riducendo le misure di stimolo, soprattutto nell'immobiliare. Il principale rischio per l'espansione economica cinese sono le crescenti tensioni con gli USA. Dati i crescenti sentimenti anti-cinesi in Occidente, il governo invoca una crescita a "doppia circolazione", che promuova l'autosufficienza di domanda e offerta tecnologiche. La Cina ha già cercato di rendere la sua economia più indipendente dalle esportazioni, prediligendo una crescita sostenuta dai consumi. L'attuale contesto probabilmente acuirà questa svolta isolazionista.

Inflazione

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: 2,7 % | 2020: 2,7 % |
| 2021: 1,9 % | 2021: 2,0 % |

L'inflazione primaria a luglio è arrivata al 2,7% dal 2,5%; i prezzi degli alimentari sono saliti lievemente per i disagi ai trasporti causati dalle alluvioni nel centro-sud della Cina. L'inflazione di fondo (prezzi degli alimentari e dell'energia esclusi) ha toccato il livello più basso dal 2010, riflettendo una domanda ancora debole. Ci aspettiamo che l'inflazione primaria cali nei prossimi mesi, grazie a una ripresa dell'offerta di carne suina che dovrebbe farne diminuire gradualmente i prezzi.

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 Fleer
Economist Quantitative Analysis
rita.fleer@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 Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München 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.