

Luglio 2021

## Messaggi chiave

- Stati Uniti: le componenti del paniere di consumo sensibili al Covid-19 fanno aumentare l'inflazione
- Eurozona: non sono da escludere ulteriori battute d'arresto
- Svizzera: il prodotto interno lordo è già tornato al livello pre-crisi

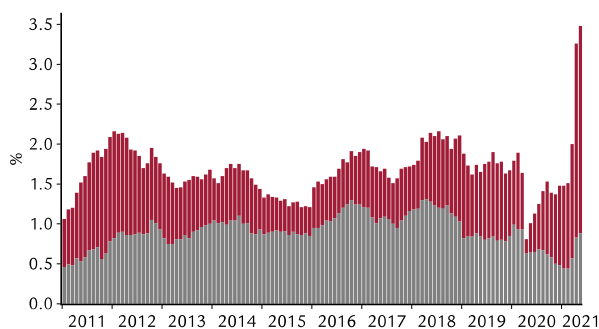
## Previsioni: un raffronto

	Crescita PIL 2021		Crescita PIL 2022		Inflazione 2021		Inflazione 2022	
	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus
Stati Uniti	6,0% ↑	6,7% ↑	3,3%	4,1% ↑	3,5% ↑	3,5% ↑	2,4% ↑	2,6% ↑
Eurozona	4,4% ↑	4,4% ↑	3,3%	4,4% ↑	1,7% ↑	1,8% ↑	1,3%	1,4% ↑
Germania	3,2% ↓	3,3%	3,3% ↑	4,2% ↑	2,4%	2,5% ↑	1,3%	1,7% ↑
Francia	6,0% ↓	5,5%	3,1% ↑	3,9%	1,4%	1,4% ↑	1,3%	1,2% ↑
Regno Unito	6,1% ↑	6,6% ↑	4,3%	5,3% ↓	1,7% ↑	1,7% ↑	1,8% ↑	2,3% ↑
Svizzera	3,6%	3,5% ↑	2,5% ↑	2,9%	0,5%	0,4% ↑	0,7%	0,5%
Giappone	2,5%	2,6% ↓	2,0%	2,8% ↑	0,0%	0,0%	0,4%	0,5%
Cina	8,2%	8,7%	5,4%	5,6%	1,3%	1,5%	2,3%	2,3% ↑

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate con frecce.  
Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 14 giugno 2021.

## Grafico del mese

Stati Uniti: contributo all'inflazione di fondo  
(fonte: Fed di San Francisco)



■ Componenti sensibili al Covid-19 ■ Componenti non sensibili al Covid-19

MACROBOND

Il dibattito non accenna a placarsi: l'aumento dell'inflazione è solo temporaneo o preannuncia il ritorno di tempi che si pensava fossero passati? La Federal Reserve Bank di San Francisco ha calcolato l'andamento dei prezzi di beni e servizi considerando la loro sensibilità alle misure di contenimento. Risulta che il contributo delle componenti meno colpite all'inflazione di fondo è perlopiù stabile. Circa tre quarti dell'attuale tasso d'inflazione sono ascrivibili a componenti sensibili al Covid-19. Molto fa pensare che l'aumento dei prezzi rimarrà una tantum.

## Stati Uniti Twin peaks

### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 6,0%	2021: 6,7%
2022: 3,3%	2022: 4,1%

Il T2 si è concluso e dovrebbe far segnare un duplice picco: i più alti tassi di crescita dell'economia USA e il massimo ciclico dell'inflazione sono ormai superati. Il picco di crescita è ascrivibile alle riaperture generalizzate (in alcuni stati federali sono state abolite tutte le restrizioni) e a notevoli trasferimenti fiscali alle economie domestiche, fattori che verranno meno nel T3. Anche la campagna vaccinale sta perdendo slancio. Pur essendo ancora lontani dall'immunità di gregge, nel ritmo giornaliero di vaccinazione gli Stati Uniti sono rimasti molto indietro rispetto ai Paesi europei e a grandi economie emergenti come la Cina e l'India. Quindi la sfida per le autorità sanitarie nel T3 sarà raggiungere quel 47% della popolazione USA che attualmente non è vaccinato, o affrontare la minaccia di una nuova ondata di Covid-19 il prossimo inverno. Nonostante il rallentamento previsto e la nostra previsione di crescita leggermente più cauta del consensus, nella seconda metà dell'anno gli Stati Uniti si confermeranno la locomotiva della crescita economica globale. Dal punto di vista politico, nei prossimi mesi l'attenzione si concentrerà sul piano infrastrutturale USA: sia le modalità (approccio bipartisan o corsa solitaria dei democratici) sia l'entità del pacchetto sono infatti ancora aperti.

### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 3,5%	2021: 3,5%
2022: 2,4%	2022: 2,6%

L'inflazione ha sorpreso nuovamente a maggio salendo al 5,0%, il livello più alto dal 2008. Ancora una volta, l'impennata è stata trainata dalle auto usate e dai beni e servizi "sensibili alla pandemia" (cfr. pagina 1). Ciò significa che il ciclo dell'inflazione ha probabilmente già raggiunto il picco. Ci aspettiamo un calo già a giugno e una stabilizzazione da agosto intorno al 3,6% per l'inflazione primaria e al 2,9% per l'inflazione di fondo.

## Eurozona Partono i fondi europei

### Crescita del PIL

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

Come nell'estate 2020, in Europa le misure di contenimento saranno allentate, anche per salvaguardare la stagione turistica. La diffusione della variante Delta deve essere tenuta d'occhio e ponderata in funzione dei progressi nelle vaccinazioni. Allo stato attuale una quarta ondata nei mesi autunnali non è da escludere, ma i danni economici a breve termine dovrebbero essere ancora più limitati che nei mesi invernali del 2020/2021. In questi giorni gli Stati membri riceveranno i fondi del piano NextGenerationEU, che in media nel 2021 e nel 2022 rappresentano circa lo 0,6% del PIL dell'Eurozona. L'efficienza degli strumenti di politica fiscale per combattere una recessione deve essere giudicata sulla base della tempestività della loro attuazione e del loro effetto a lungo termine sulla crescita. I programmi di lavoro ridotto attuati in molti Paesi nella primavera 2020 possono essere implementati con particolare rapidità. Lo stesso anno, invece, NextGenerationEU ha avuto semmai un effetto psicologico positivo, contribuendo a contenere gli spread delle obbligazioni emesse dagli Stati membri del sud, particolarmente penalizzati dalla pandemia. Ora questi fondi stanno avendo un effetto prociclico: contribuiscono a consolidare la ripresa economica, ma anche ai rischi d'inflazione.

### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 1,7%	2021: 1,8%
2022: 1,3%	2022: 1,4%

Attualmente, 14 dei 19 Stati membri dell'euro hanno un tasso d'inflazione di almeno l'1,8%. Nel mese precedente erano solo sette. Non sorprende quindi che nelle ultime settimane il rischio d'inflazione sia stato oggetto di un intenso dibattito. A nostro avviso, la probabilità che si verifichi uno scenario di inflazione stabilmente più elevata nei prossimi anni è di appena il 25%. Il nostro scenario di riferimento fino al 2024 prevede che il tasso d'inflazione nell'Eurozona si stabilizzi intorno all'1,5%.

## Germania

### Fornitori di servizi ottimisti

#### Crescita del PIL

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

Recentemente si sono moltiplicati i segnali del diffondersi della fiducia economica alle aziende più piccole, e in particolare ai fornitori di servizi. Secondo l'ifo Institute, i dieci settori più ottimisti riguardo ai prossimi sei mesi includono un numero impressionante di aree che sono state particolarmente penalizzate dalle misure di contenimento, come la ristorazione, i servizi di alloggio, l'intero settore del trasporto passeggeri e le agenzie di viaggio. Sempre secondo l'ifo Institute, anche le intenzioni di occupazione dei fornitori di servizi sono nettamente aumentate. Ciò è ascrivibile ai crescenti progressi nella vaccinazione e al rapido calo dei tassi di incidenza. Ne consegue una rapida serie di rallentamenti che sta già avendo effetti positivi sul dinamismo dell'economia interna e sulla fiducia dei consumatori. Secondo GfK, a giugno quest'ultima è aumentata per il secondo mese consecutivo. Il netto miglioramento delle prospettive occupazionali e i possibili aumenti salariali dovrebbero continuare a dare slancio al sentiment nel secondo semestre. Alla luce di ciò, le elezioni federali di settembre diventano il tema dominante. Secondo gli ultimi sondaggi elettorali, di recente CDU, CSU e FDP, partiti tradizionalmente conservatori in materia di conti pubblici, hanno guadagnato il favore degli elettori. Questa preferenza sulle questioni fiscali avrà conseguenze di politica fiscale anche oltre i confini del Paese.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 2,4%	2021: 2,5%
2022: 1,3%	2022: 1,7%

La variazione annuale dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA) salirà dall'attuale 2,1% al 3,4% entro novembre, per poi scendere nuovamente sotto l'1,5% nel T1 2022. Anche se in Germania lo spettro dell'inflazione viene agitato con notevole enfasi, è proprio qui che le cause temporanee del suo aumento quest'anno sono particolarmente evidenti.

## Francia

### La questione delle proroghe

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 6,0%	2021: 5,5%
2022: 3,1%	2022: 3,9%

Attualmente la Francia è alle prese con una serie di proroghe. L'esitante allentamento delle misure di contenimento è stato seguito dalla sconfitta sportiva contro il piccolo Paese vicino, mentre sul fronte politico appare improvvisamente incerto se nel 2022 la presidenza di Emmanuel Macron sarà prorogata per altri cinque anni. Con il ritorno in auge dei partiti tradizionali alle elezioni regionali, la campagna elettorale si fa interessante. Lo scetticismo sui vaccini, relativamente elevato in Francia, potrebbe spiegare la perdita di slancio della campagna vaccinale, che insieme alla diffusione della variante Delta del virus è un rischio per il rinnovato vigore della ripresa dei settori dei servizi. Tuttavia, all'inizio dei mesi estivi il clima di fiducia è nel complesso positivo: gli indicatori del sentiment delle imprese continuano a segnalare una ripresa sostenuta che interessa in misura crescente anche le piccole e medie aziende. In vista delle elezioni, la politica fiscale continuerà a sostenere la ripresa economica nei prossimi mesi. Oltre che per il successo nella lotta contro la pandemia, il presidente Macron sarà probabilmente giudicato dagli elettori per la promessa di portare il tasso di disoccupazione al 7%. Nonostante la recessione del 2020, questo obiettivo rimane a portata di mano: alla fine del T1 2021 il tasso di disoccupazione era del 7,8%, in calo dall'8,9% del T3 2020.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 1,4%	2021: 1,4%
2022: 1,3%	2022: 1,2%

Di recente l'inflazione si è attestata all'1,8%. Il suo andamento nei prossimi mesi rimarrà altamente volatile. A luglio un forte effetto base provocherà un brusco calo un tantum del tasso di variazione annuale. D'altra parte, gli allentamenti nel settore dei servizi faranno aumentare i prezzi.

## Regno Unito

### Il “Freedom Day” si fa attendere

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 6,1%	2021: 6,6%
2022: 4,3%	2022: 5,3%

Da fine maggio i contagi da Covid-19 sono saliti alle stelle a causa del dilagare della variante Delta e ora sono ai massimi da febbraio. Il Primo ministro Johnson ha quindi posticipato di quattro settimane il “Freedom Day”, la revoca di tutte le restrizioni nel RU, al 19 luglio per dare più tempo alla campagna vaccinale. Inizialmente il RU ha puntato sulla somministrazione più ampia possibile della prima dose, ma è ancora indietro con la seconda, che dovrebbe potenziare notevolmente la protezione contro la variante Delta. Il ritardo delle riaperture non dovrebbe avere effetti significativi sull'andamento della crescita. Pur avendo leggermente perso slancio a giugno, l'indice PMI del settore dei servizi è ancora decisamente in territorio di crescita. Anche i dati mensili sull'attività sono migliori del previsto, motivo per cui abbiamo persino rivisto leggermente al rialzo la previsione sul PIL del 2021. Come previsto, la Brexit rimane un freno per l'economia britannica. Secondo l'indagine PMI, arrivano meno ordini di esportazione che nel resto d'Europa, un segnale della continua incertezza sulle relazioni commerciali. Il punto critico resta la corretta attuazione del protocollo dell'Irlanda del Nord, un'accesa disputa che frena i progressi in altre aree e che nel peggiore dei casi potrebbe portare a misure reciproche come i dazi doganali.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 1,7%	2021: 1,7%
2022: 1,8%	2022: 2,3%

Dopo alcuni mesi tranquilli, anche il RU ha avuto la sua sorpresa d'inflazione. A maggio, l'inflazione primaria è balzata dall'1,5% al 2,1%. Gli allentamenti sembrano aver avuto un effetto più forte del previsto sui prezzi dei beni e servizi interessati, come la ristorazione. Abbiamo quindi incrementato la nostra previsione d'inflazione per l'intero 2021 dall'1,4% all'1,7%.

## Svizzera

### Ritorno ai livelli pre-crisi

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 3,6%	2021: 3,5%
2022: 2,5%	2022: 2,9%

Entro la fine del T2 2021, il prodotto interno lordo (PIL) della Svizzera dovrebbe tornare al livello del T4 2019. Da fine maggio il nuovo indice dell'attività economica settimanale della Segreteria di Stato dell'economia (SECO) è stabilmente superiore al livello pre-lockdown della primavera 2020. Dopo un lieve calo nel T1 2021, durante il quale è sceso dello 0,5% rispetto al trimestre precedente, il PIL reale ha riacquisito slancio con la rapida attuazione delle misure di allentamento. La nostra stima della contrazione del PIL a inizio anno era molto vicina al dato ufficiale e non ha comportato una revisione della previsione per l'intero anno. In altri casi però sono stati necessari adeguamenti maggiori, come dimostra la revisione al rialzo della stima del consensus per il 2021 dal 3,3% all'attuale 3,5%. Tuttavia, ora siamo più fiduciosi: gli impulsi prociclici della politica monetaria e fiscale nelle economie occidentali dovrebbero avere un effetto positivo più duraturo sulle esportazioni svizzere. Abbiamo rivisto lievemente al rialzo la nostra previsione di crescita del PIL per il 2022 perché di recente anche il ritmo delle vaccinazioni è nettamente aumentato. Anche nel caso di una quarta ondata della pandemia, i danni economici saranno probabilmente minori che nel periodo da ottobre 2020 a marzo 2021.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 0,5%	2021: 0,4%
2022: 0,7%	2022: 0,5%

Di recente gli esponenti della Banca nazionale svizzera (BNS) hanno chiarito che l'aumento dei tassi d'inflazione non porterà a una modifica della politica monetaria. Al contrario, nei prossimi anni l'inflazione in Svizzera dovrebbe rimanere stabilmente all'interno della fascia obiettivo dello 0-2%. Dopo quattro fasi deflazionistiche dal 2008, la BNS raggiunge così il suo obiettivo di stabilità dei prezzi.

## Giappone

### Ancora mediocrità

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 2,5%	2021: 2,6%
2022: 2,0%	2022: 2,8%

L'economia giapponese sembra ancora una volta intrappolata in una sorta di mediocrità. I lenti progressi nella vaccinazione, gli alti e bassi nel numero di contagi da Covid-19 e un governo moderatamente popolare ed esitante nei confronti della pandemia si traducono nella ripresa economica del 2021 più debole tra i principali Paesi industrializzati. Certo, anche il crollo durante la pandemia è stato modesto, ma nel complesso gli ultimi dati economici, dalle vendite al dettaglio alla produzione industriale e al tasso di disoccupazione, sono stati tutti deludenti. Anche le aziende non trasudano certo fiducia. Mentre nella maggior parte dei Paesi industrializzati gli indici PMI dell'industria sono rimasti ai massimi storici in giugno, quello giapponese è riuscito a malapena a restare in territorio di crescita dopo una netta flessione. Attualmente la domanda interna sembra essere particolarmente problematica, mentre la situazione degli ordini dall'estero ha continuato a volgere al meglio. La dinamica dovrebbe migliorare leggermente nel secondo semestre: la ripresa globale prosegue e sosterrà anche le esportazioni nipponiche, mentre nei consumi ci aspettiamo alcuni effetti di recupero. Tuttavia, la nostra previsione di crescita resta cauta rispetto al consensus sia per il 2021 sia, soprattutto, per il 2022.

#### Inflazione

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

Se la ripresa economica è mediocre, l'andamento dei prezzi in Giappone è assolutamente penoso. Problemi strutturali di lunga data come il potere di determinazione dei prezzi limitato delle imprese, il contenimento dei salari e in generale la "mentalità deflazionistica" degli operatori economici hanno fatto restare l'inflazione dei prezzi al consumo a zero malgrado l'aumento dei prezzi alla produzione e delle materie prime.

## Cina

### Pochi effetti di secondo impatto

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 8,2%	2021: 8,7%
2022: 5,4%	2022: 5,6%

La Cina continua a seguire una strategia di tolleranza zero per i focolai locali di Covid-19. Di recente sono stati individuati alcuni cluster nell'area economicamente forte del Delta del Fiume delle Perle, con reazioni rapide delle autorità ed effetti sulla produzione e la spedizione di beni di esportazione. A questo proposito, la recente accelerazione della campagna vaccinale è incoraggiante. Attualmente la Cina somministra circa 22 milioni di dosi al giorno, il che equivale all'1,6% della popolazione. Resta da vedere se il vaccino cinese sarà efficace contro il dilagare della variante Delta e se con la progressiva immunizzazione della popolazione le autorità adotteranno una strategia di contenimento meno drastica. Un cambio di rotta sarebbe senz'altro una buona notizia per i consumi interni, che di recente hanno deluso soprattutto a causa della politica monetaria e fiscale restrittiva. Intanto, le esportazioni beneficiano della domanda globale sostenuta di beni di consumo, anche se i prezzi più alti e il dollaro USA più debole su base annua fanno apparire più elevati i dati sulla crescita del commercio estero cinese. Ironicamente, un rischio per questa ripresa trainata dalle esportazioni è rappresentato dalla riapertura delle economie industrializzate, che nel secondo semestre dovrebbe causare uno spostamento della domanda dai beni di consumo verso i servizi.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 1,3%	2021: 1,5%
2022: 2,3%	2022: 2,3%

I prezzi alla produzione hanno continuato a salire sulla scia del rincaro delle materie prime del 9,0% a maggio. Come per l'ultimo rialzo dei prezzi alla produzione del 2016/17, prevediamo solo effetti di secondo impatto ridotti sull'inflazione dei prezzi al consumo. A maggio quest'ultima è salita dallo 0,9% all'1,3% perlopiù per via di un effetto base positivo e dovrebbe superare il 2% entro fine 2021.

## Economic Research



**Marc Brütsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife.ch  
🐦 @MarcBruetsch



**Damian Künzi**  
**Economist Developed Markets**  
damian.kuenzi@swisslife.ch  
🐦 @kunzi\_damian



**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



### 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 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.