

Maggio 2021

Concetti fondamentali

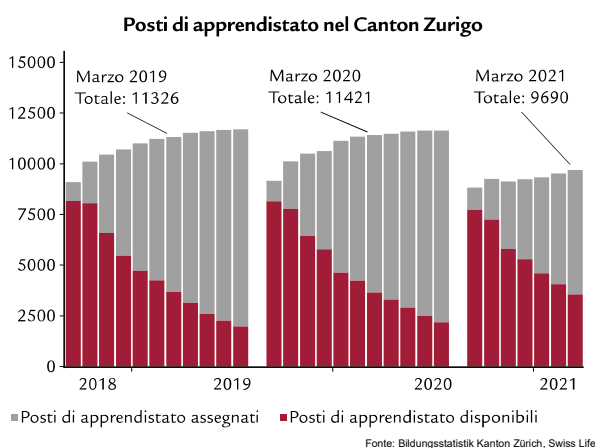
- Stati Uniti: l'“eccesso” di risparmio delle famiglie mantiene vivi i consumi
- Nell'Eurozona l'attenzione si concentra sui piani d'investimento dell'Italia
- Il netto, ma temporaneo, aumento dei tassi d'inflazione continua a dominare il mercato

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 | 5,6% ↑ | 6,2% ↑ | 3,3% | 4,1% ↑ | 2,7% ↑ | 2,6% ↑ | 2,2% | 2,3% ↑ |
| Eurozona | 4,4% | 4,2% ↓ | 3,0% | 4,3% ↑ | 1,5% | 1,6% ↑ | 1,2% | 1,3% |
| Germania | 3,5% | 3,3% ↓ | 3,0% | 4,1% ↑ | 2,1% | 2,1% ↑ | 1,2% | 1,6% |
| Francia | 6,3% | 5,3% ↓ | 2,9% | 3,9% ↑ | 1,3% | 1,2% ↑ | 1,3% | 1,1% |
| Regno Unito | 5,3% | 5,4% ↑ | 4,3% | 5,6% ↓ | 1,4% | 1,6% | 1,6% | 2,1% ↑ |
| Svizzera | 3,6% | 3,3% ↑ | 2,2% | 2,9% | 0,5% | 0,4% ↑ | 0,7% | 0,5% |
| Giappone | 2,9% | 2,8% | 1,8% | 2,4% ↑ | 0,1% | 0,0% ↑ | 0,4% | 0,5% |
| Cina | 8,2% ↓ | 8,7% | 5,4% ↑ | 5,5% ↑ | 1,4% | 1,5% | 2,1% | 2,2% ↑ |

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate con frecce.
Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 12 aprile 2021.

Grafico del mese



A differenza delle recessioni precedenti, per la disoccupazione la svolta ciclica si è verificata presto: in Svizzera già nel gennaio 2021 al 3,5%. Inoltre, i generosi programmi di lavoro ridotto in Europa hanno contenuto l'oscillazione del numero dei disoccupati e secondo gli indicatori anticipatori i fornitori di servizi tornano a creare posti di lavoro. Tuttavia, anche in questa crisi ci aspettiamo danni strutturali per il mercato del lavoro, soprattutto nei settori più colpiti. Tra l'altro, i laureati e i diplomati saranno probabilmente vittime di una politica di reclutamento più cauta. Nel Canton Zurigo, ad esempio, quest'anno i posti di apprendistato sono molti meno rispetto agli anni scolastici precedenti.

Stati Uniti

Il risparmio come “arma”

Crescita del PIL

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 5,6% | 2021: 6,2% |
| 2022: 3,3% | 2022: 4,1% |

Nel 2021 gli USA saranno la locomotiva dell'economia globale. Mentre in Cina la crescita è frenata dalla politica e in Europa l'economia è soffocata dalle misure di contenimento, dopo il crollo della prima metà del 2020 gli USA hanno sempre registrato un'espansione sostenuta. Il livello pre-crisi del PIL dovrebbe essere superato già questo trimestre. Ciò è dovuto ai rapidi progressi nella vaccinazione e a una serie di piani di stimolo. Di fatto le vendite al dettaglio sembrano dipendere dagli “assegni di stimolo” alle famiglie USA: gli assegni inviati a gennaio e marzo del 2021 hanno spinto i tassi di crescita all'8% e al 10%, rispettivamente. Il rischio di un fuoco di paglia ci sembra basso. Da marzo 2020 la quota di risparmio mensile è pari in media al 17,5% del reddito disponibile. Rispetto al livello medio del 2018-2019, pari ad appena il 7,7%, dall'inizio della pandemia le famiglie USA hanno quindi accumulato un “eccesso” di risparmio complessivo di 1,9 miliardi di USD (l'8,9% del PIL). Questi risparmi non sono distribuiti in modo uniforme e sono stati in parte utilizzati per la riduzione del debito o per gli investimenti, ma si tratta comunque di “armi” considerevoli in grado di mantenere vivi i consumi privati nei prossimi mesi. Tuttavia, dopo le riaperture è probabile che il peso si sposti dalle vendite al dettaglio verso settori come i viaggi, il tempo libero o la salute.

Inflazione

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

A marzo il rincaro dell'energia ha avuto un impatto ancora maggiore del previsto, soprattutto con l'aumento dei prezzi dei servizi di trasporto. Insieme a un significativo effetto base (l'anno scorso a marzo i prezzi sono crollati), l'inflazione è passata dall'1,7% di febbraio al 2,6% di marzo. Ci aspettiamo un ulteriore incremento che supererà decisamente il 3% nel T2 prima di una distensione.

Eurozona

Occhi puntati sull'Italia

Crescita del PIL

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 4,4% | 2021: 4,2% |
| 2022: 3,0% | 2022: 4,3% |

Insieme alle misure di politica monetaria e ai programmi di lavoro ridotto dei singoli Stati membri, l'accordo sul Recovery Fund nell'estate 2020 è stato la misura più importante per arginare i danni economici della pandemia, nonché un tentativo di evitare per tempo danni successivi, come quelli osservati dopo la crisi finanziaria globale. Quasi dodici mesi dopo, si può dire che per la periferia meridionale dell'Europa i peggiori timori non si sono avverati. La disoccupazione non è aumentata quanto dopo il 2008 e i premi al rischio sui titoli di Stato italiani o spagnoli non si sono ampliati di nuovo in misura significativa. Tuttavia, in questi giorni l'attenzione degli investitori continua a concentrarsi sull'Italia. Il governo presieduto da Mario Draghi ha presentato un piano di investimenti che prevede circa 200 miliardi di euro di aiuti per la ricostruzione. I fondi disponibili rappresentano circa l'11% del prodotto interno lordo nominale nel 2021 e nell'arco di cinque anni saranno destinati principalmente a progetti volti a migliorare l'assistenza medica, le infrastrutture ferroviarie e la digitalizzazione. Inoltre, vengono promossi progetti di ristrutturazione ecologica nell'edilizia. Anche la Spagna sta preparando programmi simili. Rispetto al passato recente, nei prossimi anni questi Paesi potranno aumentare la loro spesa per gli investimenti di circa un terzo.

Inflazione

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 1,5% | 2021: 1,6% |
| 2022: 1,2% | 2022: 1,3% |

L'inflazione continua ad accelerare nel T2. Ora in quattro Stati membri dell'Unione monetaria il rincaro annuo si attesta almeno all'1,8%, un livello prossimo o superiore all'obiettivo della BCE. Per l'Eurozona nel suo complesso ci aspettiamo che entro il T4 l'inflazione salga all'1,8%.

Germania

Il ritorno della crescita

Crescita del PIL

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 3,5% | 2021: 3,3% |
| 2022: 3,0% | 2022: 4,1% |

Quasi ovunque in Europa sono stati decisi o sono in vista allentamenti delle misure di contenimento, ma recentemente la Germania le ha inasprite. Resta da vedere fino a che punto queste iniziative di uniformazione nazionale rallenteranno la ripresa economica. All'inizio del T2 gli indicatori tradizionali della fiducia delle imprese erano in forma smagliante. In particolare, secondo i dati preliminari, l'indice PMI per l'industria segnala una ripresa vigorosa degli ordinativi, sia dalla Germania sia dall'estero. Tuttavia, la ripresa potrebbe farsi ancora attendere per i fornitori di servizi più orientati a livello nazionale e che sono stati colpiti molto più duramente dalle misure di contenimento. Il 30 aprile saranno pubblicati i dati ufficiali sul prodotto interno lordo per il T1 2021. Ci aspettiamo un calo dell'1,5% rispetto al trimestre precedente, in linea con il consensus secondo un sondaggio Bloomberg. Continuiamo a prevedere una crescita del PIL del 3,3% nel trimestre in corso. Questa tesi è supportata da dati economici ad alta frequenza. Per esempio, per la prima volta dalla quarta settimana dell'anno, per la settimana fino al 25 aprile l'indice di attività settimanale (WAI) della Bundesbank ha segnalato una crescita per il trimestre mobile.

Inflazione

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

In Germania, gli osservatori che mettono sempre in guardia contro l'inflazione si faranno nuovamente sentire nei prossimi mesi. Infatti, a causa delle politiche monetarie e fiscali coordinate, probabilmente i rischi d'inflazione nei Paesi sviluppati sono più alti che mai negli ultimi vent'anni. Tuttavia, l'aumento del tasso d'inflazione in Germania a poco meno del 3% entro la fine del 2021 sarà solo temporaneo.

Francia

Terapia intensiva fiscale

Crescita del PIL

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

In Francia, la campagna di vaccinazione acquista slancio. In base al numero di dosi somministrate ogni 100 abitanti, ora il Paese figura tra i 30 più rapidi nelle vaccinazioni. Rispetto al resto d'Europa, sono ancora in vigore misure di contenimento severe, ma si prospettano allentamenti. Dai dati del sondaggio sulla fiducia delle imprese emerge una situazione economica inaspettatamente solida. Non sorprende, invece, che l'attività industriale abbia risentito molto meno del secondo lockdown, dato che anche in Francia si è cercato di mantenere intatte le catene logistiche. Secondo un sondaggio dell'INSEE, l'Istituto nazionale di statistica, la fiducia delle imprese industriali ha raggiunto il picco degli ultimi due anni, un livello nettamente superiore alla media di lungo periodo. Ma la vera sorpresa è il dinamismo del settore dei servizi: secondo i dati preliminari sull'indice PMI, in aprile il settore nel suo complesso ha guadagnato terreno per la prima volta dall'agosto 2020. Questo sviluppo limita il rischio di un netto aumento della disoccupazione fino alle elezioni presidenziali del prossimo anno. Tuttavia, le continue esenzioni nelle procedure di insolvenza e i prestiti alle imprese coordinati tra le autorità pubbliche e il settore privato mettono in evidenza la continua necessità di misure di politica fiscale per contrastare la crisi.

Inflazione

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

Lasciamo invariata all'1,3% la nostra previsione sul rincaro annuo medio. I dati relativi all'inflazione continuano ad essere fortemente influenzati dall'effetto base sui prezzi dell'energia. Inoltre, è ancora difficile rilevare correttamente i prezzi nei settori alberghiero e della ristorazione finché questi servizi non potranno essere offerti nelle condizioni abituali.

Regno Unito

Il modello per l'Europa

Crescita del PIL

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

Nel RU, a marzo i ritardi nelle consegne e l'esclusione dei più giovani dalla vaccinazione con AstraZeneca hanno rallentato la campagna di vaccinazione, che però rimane un grande successo. Mentre scriviamo, il 50% della popolazione ha già ricevuto la prima dose, più che in qualsiasi altro Paese d'Europa, ad eccezione di San Marino. Finora l'audace strategia del RU di far arrivare rapidamente una prima dose al maggior numero di persone possibile ha dato i suoi frutti. I ricoveri ospedalieri sono diminuiti molto più nella popolazione più anziana, vaccinata in via prioritaria, che tra i più giovani. Complici le misure di contenimento, che sono rimaste severe fino alla fine, le nuove infezioni e i decessi sono crollati. Il RU sta quindi mostrando cosa possono aspettarsi altri Paesi europei nel corso del T2, non solo dal punto di vista sanitario, ma anche economico. Il sentiment nel settore dei servizi ha continuato a migliorare in aprile: il PMI ha superato tutti gli altri Paesi europei, raggiungendo il massimo dal 2013. Ciò preannuncia anche un'inversione di tendenza nel mercato del lavoro. A febbraio il tasso di disoccupazione, che nel RU è pubblicato come media trimestrale, è sceso per la prima volta dall'inizio della pandemia dal 5,1% al 4,9%.

Inflazione

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

Come a febbraio, a marzo 2021 l'inflazione è stata sorprendentemente debole, pari allo 0,7%, perlopiù a causa del calo dei prezzi dei prodotti alimentari. Tuttavia, le prossime riaperture parziali dell'economia dovrebbero tradursi in una rapida normalizzazione dei prezzi: nel T2 ci aspettiamo un tasso d'inflazione medio dell'1,5%.

Svizzera

Intorno ai livelli pre-crisi

Crescita del PIL

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

Le riaperture parziali in atto da marzo contribuiscono a dare slancio all'economia. Di recente si sono moltiplicati i dati economici positivi: sul mercato del lavoro, per esempio, il picco del 3,5% della disoccupazione sembra essere stato superato già a gennaio. In precedenza, ci aspettavamo questa svolta nel mese di aprile. Inoltre, abbiamo rivisto al ribasso la nostra stima del tasso medio di disoccupazione per il 2021 dal 3,6% al 3,2%. Probabilmente la crisi costerà meno posti di lavoro di quanto inizialmente temuto: ciò è in linea con le osservazioni in altri Paesi europei ed è ascrivibile alla colossale risposta di politica fiscale. Restano alcune domande aperte: non è ancora chiaro fino a che punto il mercato del lavoro riuscirà ad assorbire i diplomati e i laureati (cfr. pagina 1) o se il ritiro delle misure legate al lavoro ridotto farà aumentare la disoccupazione. Restiamo dell'idea che nel T3 il PIL reale della Svizzera tornerà già al livello del T4 2019. Oltre che della sorprendente tenuta di ampie aree del settore dei servizi svizzero, l'industria manifatturiera beneficia di una domanda sostenuta dall'estero. Come in altri Paesi europei, l'indice PMI per l'industria è vicino ai massimi storici. In questo contesto si inserisce anche il nuovo record raggiunto a marzo dalle esportazioni verso la Cina.

Inflazione

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

Il rischio di aumento dell'inflazione è un problema anche in Svizzera. Nel T1, secondo Google le ricerche del termine "inflazione" sono salite alle stelle, raggiungendo il picco dal 2011. L'inflazione salirà effettivamente all'1,0% entro dicembre 2021. Tuttavia, questo incremento dovrebbe essere solo temporaneo e alimentato perlopiù dal rincaro dell'energia e dalla domanda repressa.

Giappone

Terzo stato di emergenza

Crescita del PIL

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 2,9% | 2021: 2,8% |
| 2022: 1,8% | 2022: 2,4% |

In diverse prefetture giapponesi è stato dichiarato un nuovo stato di emergenza, poiché da marzo le nuove infezioni sono nettamente aumentate. Questa terza ondata è particolarmente problematica perché l'immunità della popolazione anziana è ancora tristemente inadeguata – la campagna di vaccinazione in Giappone è solo agli inizi – e sono emersi i primi casi della variante indiana, presumibilmente più grave. Come è avvenuto in Europa, il governo nipponico ha rimandato gli obiettivi di vaccinazione, ma nelle attuali circostanze – carenza di personale e di vaccini – anche l'obiettivo di vaccinare almeno la popolazione anziana entro fine luglio appare sempre più ambizioso. I recenti sviluppi comportano rischi al ribasso per la nostra previsione sul PIL: dopo la battuta d'arresto nel T1 ci aspettavamo infatti una crescita sostenuta nel T2. Gli indicatori di mobilità, che evidenziano una correlazione relativamente buona con gli indicatori dei consumi, sono scesi bruscamente in aprile dopo la rapida ripresa dei due mesi precedenti. L'industria rimane il principale barlume di speranza. In aprile gli ordinativi, soprattutto dall'estero, sono nettamente aumentati e, a differenza di quanto avviene in Europa e negli USA, le difficoltà di rifornimento sembrano pesare meno sulla produzione industriale. Secondo l'ultimo sondaggio tra i responsabili degli acquisti, i tempi di consegna e i prezzi dei fattori di produzione sono aumentati meno bruscamente che altrove.

Inflazione

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

Dopo sei mesi di deflazione, da aprile si osserva una distensione sul fronte dei prezzi. Ciò è ascrivibile non solo agli effetti base positivi dell'energia e all'indebolimento dello yen, ma anche alla svolta sul mercato del lavoro, che ha già fatto salire i prezzi alla produzione per i fornitori di servizi. L'incremento sarà comunque modesto e ci aspettiamo che l'inflazione raggiunga un massimo ciclico di appena lo 0,8% nel dicembre 2021, per poi indebolirsi nel 2022.

Cina

Nuovi driver di crescita

Crescita del PIL

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

Nel T1 l'economia cinese è cresciuta del 18,3%. Tuttavia, questo record è poco indicativo in quanto si confronta con la base molto bassa dell'anno scorso, quando al culmine della pandemia Pechino ha decretato il lockdown nazionale. D'altra parte, la crescita trimestrale suggerisce un minore slancio. Il rallentamento sequenziale è ascrivibile a due fattori principali: le restrizioni alla mobilità durante il Capodanno cinese a febbraio per frenare la recrudescenza del virus e la normalizzazione della politica monetaria e fiscale, che ha pesato sugli investimenti. Nei prossimi trimestri la crescita cinese dovrebbe riacquistare slancio. Il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, l'eccesso di risparmio e la minore incertezza riguardo alla pandemia dovrebbero favorire i consumi nei prossimi mesi. A marzo le vendite al dettaglio si sono impennate, superando le stime del consensus. Allo stesso tempo, la ripresa dell'economia globale sosterrà le esportazioni cinesi. Al contrario, gli investimenti, che nel 2020 sono stati il principale driver di crescita, continueranno a indebolirsi, poiché Pechino si concentra sul contenimento dei rischi finanziari e sulla limitazione dei prestiti, in particolare al settore immobiliare, che è altamente indebitato.

Inflazione

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|------------|
| 2021: 1,4% | 2021: 1,5% |
| 2022: 2,1% | 2022: 2,2% |

A marzo in Cina l'inflazione è salita leggermente, dallo 0,3% allo 0,4%. Anche l'inflazione di fondo ha evidenziato una dinamica positiva, soprattutto per via del rincaro dei servizi culturali e dei voli aerei nazionali, che segnala una ripresa della domanda dei consumatori. Il rincaro delle materie prime ha fatto aumentare i prezzi alla produzione del 4,4%, ma prevediamo una nuova moderazione nella seconda metà dell'anno.

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.

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.