

Agosto 2020

Messaggi chiave

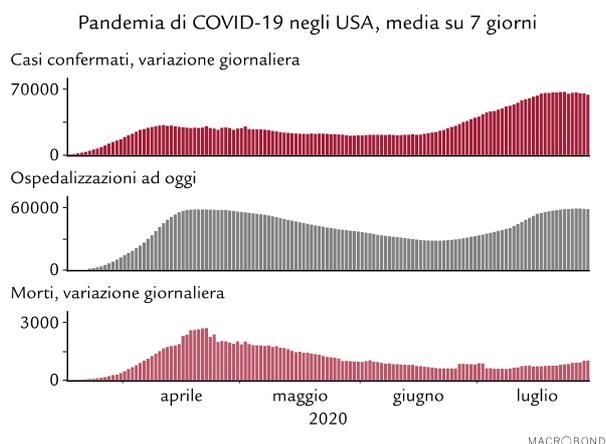
- La ripresa è in atto con dinamiche economiche a breve termine più solide in Europa che negli USA.
- PIL secondo trimestre: Regno Unito più colpiti del previsto, ripresa più rapida in Cina.
- Rischio politico inferiore nell'eurozona dopo l'accordo sul debito, tensioni USA - Cina in aumento.

Previsioni: un raffronto

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

Le frecce indicano la differenza rispetto al mese precedente
Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 13 luglio 2020

Grafico del mese



La pandemia di COVID-19 sembra fuori controllo negli USA. Il virus si sta diffondendo in zone prima meno colpite e le infezioni hanno segnato nuovi record a luglio. I ricoveri e i decessi dovuti al COVID-19, pur tenendo conto di un certo ritardo, restano inferiori a quanto il picco di casi suggerirebbe. Le possibili spiegazioni sono più test, più casi tra i giovani, cure più efficienti ai pazienti e maggiori capacità ospedaliere. Con poche eccezioni locali, il sistema sanitario USA non è al collasso. Oltre alla recente stabilizzazione dei nuovi casi quotidiani, la propensione a nuove misure di contenimento è molto ridotta, soprattutto negli Stati più conservatori del Sud e del Midwest.

USA

Un sobbalzo nel terzo trimestre

Crescita del PIL

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

Sul filo del rasoio tra contenimento della pandemia e riduzione dei costi economici, la maggioranza degli Stati opta per la seconda. La misura più severa adottata negli attuali focolai, Texas e Florida, è la chiusura dei bar, mentre altri Stati stanno sospendendo, piuttosto che revocare, i piani di apertura dell'economia. La California è l'eccezione: da metà luglio sono state imposte numerose restrizioni alle attività al chiuso nella maggioranza delle contee. Il parziale lockdown pesa, perché lo Stato rappresenta il 15% del PIL USA. Ma anche negli Stati più riluttanti, i dati sulla mobilità pubblicati da Google e la stabilizzazione dei nuovi casi quotidiani indicano che la gente adotta spontaneamente un maggior distanziamento sociale. Ciò intaccherà i dati sull'attività di luglio, con effetti sulla ripresa del resto del terzo trimestre, dopo una ripresa spettacolare alla fine del secondo che ha fatto segnare nuovi record assoluti al Citi Economic Surprise Index. Crediamo ancora che l'economia USA supererà la recessione meglio e crescerà più rapidamente nel 2020 di quanto previsto dal consensus, ma nel breve periodo le dinamiche economiche si sposteranno verso l'Europa, dove il potenziale di ripresa è certo maggiore. Lo spostamento era già evidente negli indici PMI di luglio, dove l'eurozona e il Regno Unito hanno nettamente battuto gli USA nei settori manifatturiero e servizi.

Inflazione

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

A giugno c'è stato un forte ritorno dell'inflazione primaria annua, con un aumento da 0,1% a 0,6%. Il principale fattore è stato l'aumento dei prezzi dell'energia, ma è stata l'inflazione core a provocare il sorprendente margine di crescita. Dopo tre mesi di prezzi in calo dei beni di base e di stagnazione nei prezzi dei servizi di base, la ripresa della domanda ha segnato una ripresa dei prezzi in entrambi gli ambiti. Il recente calo del dollaro potrebbe stimolare la pressione inflattiva, quindi abbiamo ritoccato in su l'inflazione prevista per il 2020 dallo 0,8% all'1,0%.

Eurozona

Ridurre lo spread

Crescita del PIL

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: -6,5% | 2020: -8,1% |
| 2021: 5,5% | 2021: 5,9% |

Al culmine della pandemia in Italia ai primi di marzo, la presidente della BCE Lagarde aveva dichiarato che la banca «non è qui per ridurre gli spread» tra i costi di finanziamento degli Stati membri, invitando i governi ad attutire l'impatto economico del COVID-19. Quattro mesi dopo, i politici UE hanno cambiato rotta creando un piano di ripresa, con la prima emissione di debito comune per centinaia di miliardi di euro. Perciò lo spread tra i titoli di Stato decennali italiani e tedeschi è passato dai 279 p.b. (punti base) a marzo ai 146 a fine luglio. Poiché ci attendevamo che le politiche monetaria e fiscale convergessero per affrontare la crisi, la svolta politica non ci fa rivedere le nostre proiezioni di crescita a breve. Piuttosto, questo passo verso un qualche tipo di unione fiscale riduce i rischi di sgretolamento dell'Eurozona più a lungo termine. Frattanto, la ripresa economica è sulla buona strada, i dati preliminari dei PMI (indice dei direttori agli acquisti) di luglio indicano un'accelerazione del momentum nei settori manifatturiero e dei servizi. Questa tendenza dipenderà dal positivo contenimento del virus. Secondo l'indice di severità delle misure di contenimento del COVID-19 dell'Università di Oxford, almeno cinque Stati membri (tra cui l'Italia e la Spagna) di recente hanno rivisto le loro ambizioni di riapertura.

Inflazione

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|------------|
| 2020: 0,5% | 2020: 0,4% |
| 2021: 1,1% | 2021: 1,0% |

La BCE forse «non è qui per ridurre gli spread», ma il suo attuale mandato prevede che garantisca la stabilità dei prezzi definita da un'inflazione target «vicina, ma inferiore al 2%». Al momento, la BCE sta allontanando da tale obiettivo. All'1,8%, la Slovacchia registra il tasso d'inflazione più alto dei 19 Stati membri dell'Eurozona. Chi teme l'aumento dell'inflazione punta alla de-globalizzazione e allo stimolo fiscale e monetario coordinato quali potenziali fattori scatenanti, ma solo il tempo dirà se nel 2020 la tendenza disinflattiva degli ultimi 30 anni è finita.

Germania

Finora tutto bene

Crescita del PIL

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: -4,7% | 2020: -6,3% |
| 2021: 3,8% | 2021: 5,0% |

Mentre scriviamo, soltanto un distretto ha registrato infezioni da COVID-19 superiori a 50 ogni 100 000 abitanti in una settimana, il benchmark tedesco sopra cui è necessario imporre nuove misure di contenimento. I casi settimanali a fine luglio erano più numerosi che a inizio mese in 11 su 16 Land, soprattutto ad Amburgo e a Brema. Il rischio di una seconda ondata e di nuovi sconvolgimenti economici rimane, ma al momento è in atto la ripresa. A maggio le vendite al dettaglio sono rimbalzate del 14% e la fiducia dei consumatori è migliorata da allora. Così, a 56,7 punti i PMI (indice dei direttori agli acquisti) dei servizi a luglio hanno sorpreso per il loro rialzo con un notevole aumento nella componente occupazione. Secondo il sondaggio ifo di luglio, i servizi sono tornati nel quadrante “boom” del suo orologio del ciclo economico, con l’attuale analisi e le attese degli operatori positivi per la prima volta dal dicembre 2019. Nel settore manifatturiero le previsioni economiche dell’ifo sono ancora migliorate, con i PMI a 50 punti, sulla scia della componente nuovi ordini prospettici, ma in ritardo su altre economie. La componente occupazione manifatturiera è peggiorata per le persistenti difficoltà in alcuni comparti. Nel complesso, la ripresa è visibile, ma soltanto la pubblicazione del PIL del secondo trimestre il 30 luglio rivelerà la portata dello choc iniziale.

Inflazione

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

Dal 1° luglio al 31 dicembre 2020, i consumatori tedeschi beneficeranno di IVA inferiori, con un tasso normale al 16% invece del 19% e un tasso ridotto al 5% invece del 7%. L’effetto sull’inflazione di luglio sarà evidente solo dopo la pubblicazione di questo testo. Ci attendiamo solo un limitato pass-through, a causa della provvisorietà della misura. Abbiamo rivisto verso l’alto l’inflazione prevista per l’anno intero dopo la positiva sorpresa di giugno.

Francia

Meglio tardi che mai

Crescita del PIL

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

Mentre prima esitava a riaprire l’economia, la Francia ora fa parte dei Paesi con le misure di contenimento meno severe, secondo l’Oxford Policy Stringency Index. In base ai casi positivi pro capite, al tasso di positività ai test, al numero di riproduzione e ai ricoveri rispetto alla capacità ospedaliera, tutti i dipartimenti del continente sono stati classificati in territorio verde mentre scriviamo. Questo andamento si rispecchia nell’indice della mobilità per gli acquisti al dettaglio e lo svago di Google della Francia, raggiungendo la Germania al vertice della classifica a luglio. Approfittando della riapertura, i settori dei servizi hanno registrato un forte aumento nell’indice PMI a luglio a 57,8, grazie a nuove commesse in arrivo. Il PMI manifatturiero è rimasto superiore a 50 per il secondo mese consecutivo, pur deludendo le attese del consensus con le componenti nuovi ordinativi e produzione futura entrambe in calo. Secondo l’ufficio statistico INSEE, gli aumenti della domanda finora sono stati soddisfatti vendendo scorte, soprattutto nel settore dell’auto. Nel complesso, la Francia ha visto una forte ripresa dell’attività economica, con i consumi delle famiglie quasi ai livelli pre-crisi. Tuttavia, il calo dell’attività economica stimato ad aprile e pubblicato dall’INSEE è stato più grave del previsto, sfociando in una revisione lievemente al ribasso del PIL previsto da noi per il 2020. Il dato del PIL per il secondo trimestre uscirà il 31 luglio.

Inflazione

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|------------|
| 2020: 0,4% | 2020: 0,5% |
| 2021: 1,2% | 2021: 1,1% |

Secondo le nostre previsioni, l’inflazione primaria dovrebbe calare a luglio e ad agosto rispetto all’anno scorso e restare molto bassa il resto dell’anno. L’apprezzamento dell’euro potrebbe pesare ulteriormente sull’inflazione nei Paesi dell’eurozona, ma è comprovato che la Francia fa parte dei Paesi con un basso pass-through dei tassi di cambio. Gli effetti di base faranno rialzare l’inflazione nel 2021.

Regno Unito

Domanda repressa

Crescita del PIL

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: -7,9% | 2020: -9,2% |
| 2021: 6,8% | 2021: 5,9% |

Il Regno Unito pubblica le cifre mensili del PIL e ci consente di monitorare attentamente le nostre supposizioni sulla ripresa. Le ultime cifre pubblicate a maggio hanno provocato uno choc. Invece del previsto ritorno all'83% circa della produzione pre-crisi, l'economia del Paese è cresciuta solo dell'1,8% su base mensile, pari al 75% circa dei livelli pre-crisi. Il ritardo è dovuto in primis a un'esigua attività nel comparto dei servizi, mentre la produzione industriale ha già segnato un dignitoso recupero dai minimi di aprile. I dati di giugno sono contrastanti. Mentre la mobilità per il dettaglio e lo svago di Google nonché i PMI (indice dei direttori agli acquisti) indicano una lenta ripresa, più lenta che sul continente, le vendite reali al dettaglio hanno recuperato prima del previsto. I volumi di vendita di giugno sono stati persino il 2,5% più alti che a febbraio, con un massiccio spostamento dai negozianti fisici a quelli online, che hanno registrato picchi di vendite oltre il 50% nell'ultimo anno. L'attività nei servizi dovrebbe recuperare rapidamente nel terzo trimestre in un contesto di infezioni basse e stabili e di ulteriori misure di riapertura. Il temporaneo taglio all'IVA per ristoranti, hotel e alcune attività di svago darà un piccolo sostegno alla domanda in questi martoriati settori. La maggiore debolezza del secondo trimestre rispetto alle attese ha provocato un'altra revisione al ribasso delle nostre previsioni per l'intero anno dal -6,1% al -7,9%.

Inflazione

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|------------|
| 2020: 0,6% | 2020: 0,8% |
| 2021: 1,5% | 2021: 1,3% |

Il recente taglio temporaneo dell'IVA (al 5% dal 20%, in vigore dal 15 luglio 2020 al 12 gennaio 2021) e il programma "Eat Out to Help Out", che dà diritto a uno sconto del 50% nei ristoranti partecipanti ad agosto, ridurrà l'inflazione a luglio e agosto. Perciò ritocchiamo verso il basso l'inflazione prevista per il 2020 dall'1,0% allo 0,6%.

Svizzera

Ripresa "stop and go"

Crescita del PIL

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: -3,8% | 2020: -5,9% |
| 2021: 4,4% | 2021: 4,6% |

Le indagini tra le imprese indicano che i servizi più dipendenti dal mercato interno e le piccole e medie imprese si sono riprese più in fretta dei settori del tutto integrati nelle catene di fornitura globali, ancora in parte interrotte. L'attività al dettaglio e nell'edilizia è tornata quasi ai livelli pre-crisi, i rappresentanti di quest'ultimo settore comunicano libri ordinativi pieni per il resto dell'anno. È uno sviluppo positivo che spiega anche la sorprendente robustezza dei dati del mercato del lavoro di giugno. Il tasso di disoccupazione destagionalizzato è sceso al 3,3% dal 3,4% di maggio, mentre noi e il consensus avevamo previsto una lieve crescita. E se le importazioni sono calate più rapidamente delle esportazioni, l'eccedenza della bilancia commerciale potrebbe sostenere il PIL nel secondo trimestre. Per ora prevediamo una contrazione del PIL nel trimestre dell'8,2%, rispetto al -8,7% stimato dal consensus, secondo Bloomberg. La prima stima sarà pubblicata il 27 agosto. I dati ad alta periodicità indicano che il momentum nelle vendite al dettaglio fisiche si è lievemente ridotto, ma gli svizzeri che trascorrono le vacanze a casa dovrebbero aiutare nel terzo trimestre. Tuttavia, l'aumento delle nuove infezioni ci ricorda il rischio di lockdown mirati in centri economici importanti come Ginevra o Zurigo. Perciò in questa inedita recessione, permane un'elevata incertezza sulle dinamiche economiche a breve.

Inflazione

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

Da 20 anni la politica monetaria della Banca Nazionale Svizzera garantisce la stabilità dei prezzi, cioè a circoscrivere l'inflazione annua dei prezzi al consumo tra lo 0% e il 2%. Mentre l'inflazione annua media era dell'1% circa tra il 2000 e il 2009, da allora è scesa allo 0%. Le attuali proiezioni suggeriscono che i tassi d'inflazione resteranno al limite inferiore della forcella della BNS a medio termine.

Giappone Paralisi economica

Crescita del PIL

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|--------------|
| 2020: -4,6 % | 2020: -5,1 % |
| 2021: 2,6 % | 2021: 2,5 % |

Il Giappone sta vivendo il proprio ciclo economico. Le altre economie sviluppate sono in celere ripresa, ma il progresso nel Paese è rimasto lento. Le aziende giapponesi temono che i consumatori rimangano restii, dato che luglio ha portato una nuova ondata di infezioni da COVID-19, soprattutto nella fucina economica del Giappone, Tokyo. Le infezioni restano piuttosto basse e il governo sembra poco propenso ad emanare raccomandazioni di distanziamento sociale più severe, ma i nuovi sviluppi potrebbero anche spiegare perché il PMI (indice dei direttori agli acquisti) dei servizi è rimasto attorno ai 45 punti a luglio, sotto la soglia di espansione dei 50 punti. Anche il fronte manifatturiero rimane debole. A luglio la situazione è molto migliorata in Europa e negli USA: la componente nuovi ordinativi nei PMI manifatturieri ha superato i 50 punti, ma in Giappone restava intorno ai 35 a giugno e luglio. La permanenza dei generosi piani di spese in conto capitale dei grandi gruppi giapponesi, come indicato dall'ultima indagine Tankan, è un barlume di speranza. A livello politico si specula su nuove misure fiscali per sostenere la spesa delle famiglie e su eventuali elezioni anticipate, benché queste ultime restino in dubbio, dati gli attuali bassi tassi di popolarità del governo Abe.

Inflazione

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

A giugno l'inflazione primaria si è dimostrata più resiliente del previsto, provocando un'altra lieve revisione al rialzo delle nostre previsioni per il 2020. L'inflazione dovrebbe restare attorno ai livelli attuali fino a settembre, prima di entrare in territorio negativo per circa sei mesi mentre il positivo effetto di base dell'aumento delle tasse sui consumi dell'anno scorso esce dal calcolo.

Cina Forte rimbalzo nel 2° trimestre

Crescita del PIL

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: 2,3 % | 2020: 1,7 % |
| 2021: 7,5 % | 2021: 7,9 % |

L'economia cinese è cresciuta del 3,2% nel secondo trimestre rispetto allo scorso anno, dopo una contrazione del 6,8%. Il rimbalzo è stato sostenuto da esportazioni resilienti, poiché la domanda globale di attrezzature mediche cinesi, come le mascherine, è stata alta. Gli investimenti infrastrutturali e immobiliari sono aumentati visibilmente, rispecchiando la spinta del governo ad uscire rapidamente dalla recessione. Dopo il solido andamento economico nel secondo trimestre, rivediamo in su le previsioni sulla crescita del PIL annuo per il 2020 al 2,3%, dal precedente 1,3%. La ripresa nel secondo trimestre sarà probabilmente meno marcata, perché le misure di stimolo del governo, soprattutto nel settore immobiliare, rallenteranno. Varie città di prima fascia hanno già iniziato a tagliare le misure di politica abitativa, mentre i prezzi delle case accelerano. Oltre all'incertezza sul futuro della pandemia, uno dei maggiori rischi di peggioramento dell'economia cinese sono le crescenti tensioni geopolitiche con gli USA. Con la recente mossa gli Stati Uniti hanno chiuso il consolato cinese di Houston; la risposta è stata la chiusura del consolato USA di Chengdu. L'attenzione degli USA si è spostata al furto di proprietà intellettuale e ai diritti umani e potrebbe seguire una più vasta reazione globale contro la Cina.

Inflazione

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2020: 2,6 % | 2020: 2,7 % |
| 2021: 1,9 % | 2021: 1,9 % |

L'inflazione primaria annua è cresciuta dal 2,4% al 2,5% a giugno. I prezzi del maiale sono stati il principale contributo e sono di nuovo cresciuti lievemente. Ma gli aumenti del prezzo del maiale sono rallentati da marzo e prevediamo un ribasso della tendenza perché l'offerta di maiale ha continuato a recuperare terreno. Il CPI core ha rallentato dall'1,1% allo 0,9%, rispecchiando la persistente debolezza della domanda.

Economic Research



Marc Brütsch
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 Flier
Economist Quantitative Analysis
rita.flier@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 Economics Department, 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.