

Aprile 2021

## Concetti fondamentali

- L'aumento del ritmo delle vaccinazioni dovrebbe far migliorare il sentiment nell'Europa continentale nel T2
- Nel 2021 gli USA traineranno l'economia globale grazie ai progressi nelle vaccinazioni e allo stimolo fiscale
- I prezzi dell'energia e la normalizzazione dell'economia faranno salire temporaneamente l'inflazione nel T2

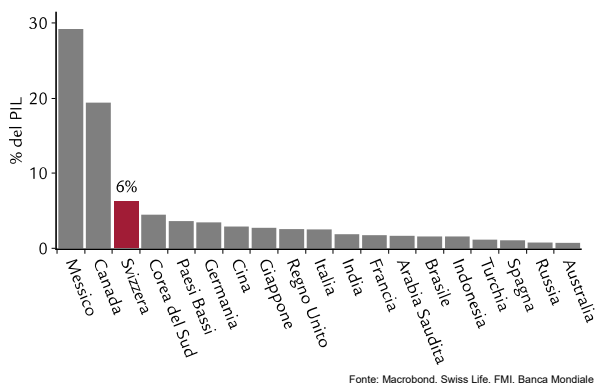
## Previsioni: un raffronto

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

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate con frecce.  
Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 8 marzo 2021.

## Grafico del mese

Esportazioni delle 20 maggiori economie nazionali verso gli Stati Uniti (2019)



Fonte: Macrobond, Swiss Life, FMI, Banca Mondiale

L'11 marzo Joe Biden ha firmato l'“American Rescue Plan” da 1,9 bilioni di USD e già pochi giorni dopo alle famiglie statunitensi sono stati inviati i primi “assegni di stimolo” previsti da questo piano economico. Di norma, parte del denaro viene usata direttamente per i consumi, il che alimenterà le importazioni e ampliarà ulteriormente il disavanzo cronico del conto corrente USA. Come sempre, quindi, lo stimolo fiscale USA è uno stimolo economico per tutto il mondo. A beneficiarne maggiormente saranno i Paesi vicini, seguiti dalle economie orientate all'esportazione in Europa e in Asia, in primis la Svizzera, dove le esportazioni verso gli USA rappresentano circa il 6% della produzione.

## Stati Uniti

### Tassi più elevati: un freno?

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 5,5%	2021: 5,7%
2022: 3,3%	2022: 4,0%

La politica fiscale USA è un susseguirsi di misure di stimolo. Poco dopo l'approvazione dell'“American Rescue Plan” (pag. 1), l'amministrazione Biden punta al “Build Back Better Plan”. Mentre scriviamo, i dettagli di questo piano infrastrutturale non sono ancora noti. Secondo i media, il piano avrà una durata di diversi anni e un valore di circa 4 bilioni di USD. Inizialmente si concentrerà sulle infrastrutture di trasporto e nella seconda fase su quelle sociali (ad es. università gratuite). A differenza dell'“American Rescue Plan”, la spesa sarà finanziata perlopiù mediante aumenti delle tasse, pertanto l'effetto immediato di crescita sarà probabilmente molto più contenuto. Tuttavia, la persistente “incontinenza fiscale” e le aspettative di crescita molto più elevate sulla scia dei rapidi progressi nelle vaccinazioni hanno causato un rapido rialzo dei tassi a lungo termine da inizio anno. Ciò potrebbe penalizzare soprattutto il mercato immobiliare, che nel 2019 e nel 2020 è stato un importante driver di crescita. Finora però i dati sull'attività in quest'area mostrano pochi segni di rallentamento e i tassi d'interesse sui mutui trentennali a tasso fisso, il tipo di finanziamento standard negli USA, sono ancora storicamente bassi. Detto ciò, preferiamo essere cauti e di recente, nel rivedere al rialzo le previsioni sul PIL del 2021 e del 2022, siamo stati meno generosi dei nostri peers.

#### Inflazione

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

Lo spettro dell'inflazione campeggia sui media USA, ma finora i dati effettivi sull'andamento dei prezzi sono stati sorprendentemente bassi. La situazione cambierà nel T2, poiché prevediamo una normalizzazione dell'inflazione di fondo da livelli contenuti e un rialzo temporaneo dell'inflazione primaria oltre il 3% per via del rincaro dell'energia e degli effetti base.

## Eurozona

### Il ritorno della fiducia

#### Crescita del PIL

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

Alla fine del T1, gli indicatori del sentiment economico hanno registrato un balzo sorprendente. Oltre alla fiducia dei consumatori in Francia, che ha raggiunto i massimi del 2021, sono stati soprattutto gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) a indicare che l'economia dell'Eurozona ha riacquisito slancio. Nel settore industriale, il miglioramento della fiducia delle imprese è ascrivibile principalmente al netto aumento degli ordinativi. Nel caso della Germania, gli ordinativi nazionali e dall'estero hanno raggiunto livelli record. Le industrie e le società di trasporti che lavorano con loro beneficiano del fatto che le nuove misure di contenimento sono state ideate in modo da lasciare intatte le catene logistiche. Tuttavia, la vera sorpresa è giunta dal settore dei servizi. Anche qui nelle ultime settimane il sentiment è migliorato: evidentemente, alcuni fornitori riescono ad adeguare la loro attività alla persistente domanda anche durante il lockdown. Tuttavia, di recente i lenti progressi delle campagne vaccinali nei maggiori Stati membri e la nuova proroga delle misure di contenimento hanno offuscato le prospettive per il settore dei servizi, duramente penalizzato dalla pandemia.

#### Inflazione

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

Dopo il netto aumento dell'inflazione a inizio anno, i dati sull'andamento dei prezzi continuano a subire ampie fluttuazioni. In funzione del calendario degli allentamenti delle misure, è probabile che i prezzi dei servizi alberghieri si adattino alle nuove possibilità in modi diversi nelle varie regioni. Nei Paesi in cui il lockdown minaccia di durare ancora a lungo, prevediamo flessioni dei prezzi oltre le consuete svendite stagionali.

## Germania

### Vaccinazione: piano di stimolo

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 3,5%	2021: 3,4%
2022: 3,0%	2022: 3,8%

Il 2021 non porterà solo la fine del mandato della cancelliera Merkel: è assai probabile che la grande coalizione non resti al governo. Ciò aumenta l'incertezza delle imprese e degli investitori riguardo alla direzione futura della politica economica e di bilancio. Le prospettive economiche a breve termine sono ancora dominate dalla lotta piuttosto fiacca contro la pandemia e dalle aspettative sempre più incoraggianti per l'attività delle aziende. Dopo il netto miglioramento della fiducia delle imprese nel T1 secondo l'Ifo Business Climate Indicator e gli indici PMI, le nuove misure di contenimento minacciano di far svanire le speranze di una ripresa, almeno per un breve periodo. Recentemente i nuovi ordinativi nell'industria sono stati incoraggianti, ma per il settore dei servizi il migliore piano economico sarebbe un rapido progresso nella campagna vaccinale. Tra i quattro grandi Stati membri dell'Eurozona, la Germania evidenzia il ritmo di vaccinazione più lento. I progressi in questo senso sono doppiamente importanti per i partiti al governo tedesco: oltre a sostenere la ripresa, possono assicurare voti.

#### Inflazione

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

Gli indici dei prezzi degli input e degli output del settore manifatturiero continuano a salire. Insieme a effetti a tantum come il ritorno alle normali aliquote IVA e l'introduzione di una tassa sulla CO<sub>2</sub>, entro la fine del 2021 il rincaro dell'energia su base annua si tradurrà in una netta, ma solo temporanea, accelerazione dell'inflazione. In Germania il tasso d'inflazione salirà al 3,0% entro fine 2021, raggiungendo il massimo ciclico. L'inflazione dovrebbe scendere sotto l'1% già nel gennaio 2022.

## Francia

### Macron manterrà la promessa?

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 6,3%	2021: 5,5%
2022: 2,9%	2022: 3,7%

Anche la campagna vaccinale della Francia va a rilento. A livello internazionale, il Paese non figura tra le 30 nazioni con il ritmo di vaccinazione più rapido. A complicare le cose contribuisce la propensione al vaccino relativamente bassa tra la popolazione francese. Le prospettive di ripresa dell'economia sono ulteriormente offuscate dal rapido aumento dei contagi e dai sistemi sanitari nuovamente in affanno nelle regioni più colpite. L'adozione di misure di contenimento più severe appare inevitabile, il che frena ulteriormente la ripresa. Difficilmente il PIL reale della Francia tornerà al livello pre-crisi prima del T2 2022, periodo in cui si terranno le elezioni presidenziali. La principale promessa della campagna elettorale di Emmanuel Macron nel 2017 era di ridurre il tasso di disoccupazione al 7%. Prima della pandemia, con le sue riforme era sulla buona strada, ma a fine 2020 il tasso di disoccupazione è risalito al 7,7%. Secondo l'indagine dell'INSEE sulla fiducia dei consumatori, i timori di disoccupazione si confermano elevati. Le misure di sostegno al mercato del lavoro rimarranno quindi prioritarie anche dopo la riapertura dell'economia.

#### Inflazione

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

I dati mensili sull'inflazione in Francia dovrebbero evidenziare ampie fluttuazioni anche nel 2021. Da un lato, le misure di contenimento fanno iniziare i saldi in periodi insoliti e, dall'altro, quest'anno potremmo osservare un rincaro generalizzato dei servizi. Questo è il motivo per cui prevediamo un'inflazione relativamente elevata. Inoltre, l'effetto base dei prezzi dell'energia sta facendo aumentare il rincaro annuo. All'inizio del T4, il tasso d'inflazione dovrebbe raggiungere il massimo ciclico dell'1,6%.

## Regno Unito

### Il vaccino risolve il sentiment

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 5,3%	2021: 4,6%
2022: 4,3%	2022: 5,8%

Il RU resta in testa a tutte le classifiche di vaccinazione in Europa e verso la fine del T1 è riuscito ad aumentare il ritmo giornaliero di vaccinazione a circa 8 000 dosi per milione di abitanti. Se manterrà questo ritmo, entro maggio tutti gli adulti potrebbero aver già ricevuto almeno la prima dose. Il successo della campagna vaccinale ha nettamente risollevato il sentiment nel RU. Anche se a marzo il Paese era nel pieno di uno dei lockdown più severi in Europa, l'indice PMI del settore dei servizi si è sorprendentemente spostato oltre la soglia di espansione (56,8 punti) e la fiducia dei consumatori ha continuato a migliorare. I progressi nelle vaccinazioni e il continuo calo dei contagi e dei decessi fanno sembrare realistico il piano di riapertura graduale di Boris Johnson per il T2, che prevede la revoca di tutte le restrizioni già il 21 giugno. A nostro avviso, nel T2 il RU supererà tutte le principali economie sviluppate in termini di crescita. Il Paese ha urgenza di recuperare terreno, soprattutto a livello nazionale, a causa del basso livello di partenza. Rimane una punta di amarezza: i maggiori ostacoli commerciali dovuti alla Brexit hanno causato un crollo delle esportazioni a gennaio. Con il tempo i problemi doganali dovrebbero essere risolti, ma la situazione degli ordinativi nel settore industriale, soprattutto dall'estero, è molto meno rosea che nel resto d'Europa o negli USA.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 1,4%	2021: 1,6%
2022: 1,6%	2022: 2,0%

Il rigido lockdown ha esercitato nuove pressioni sui prezzi nel RU. Anziché accelerare come previsto, a febbraio l'inflazione primaria è scesa allo 0,4% dallo 0,7% di gennaio, perlopiù a causa delle svendite nel settore dell'abbigliamento. Tuttavia, nel 2021 ci aspettiamo ancora una ripresa dell'inflazione, che a fine anno dovrebbe avvicinarsi al 2% per via degli effetti base.

## Svizzera

### Fine della deflazione

#### Crescita del PIL

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

Dagli ultimi dati ad alta frequenza sull'attività economica giungono segnali promettenti: l'indice dell'attività economica settimanale (AES) della Segreteria di Stato dell'economia (SECO) è in netto aumento dall'8ª settimana dell'anno e al momento supera il livello del 2020 di circa l'1%. L'accelerazione della crescita è ascrivibile perlopiù all'intensa attività di esportazione e alla riapertura dei negozi a marzo. Gli ottimi dati degli indici PMI del settore industriale dai principali mercati di sbocco confermano il contesto favorevole alle esportazioni. Anche quest'anno nei mesi estivi una parte considerevole dell'attività di viaggio si concentrerà probabilmente entro i confini nazionali, il che dovrebbe dare slancio ai settori alberghiero e delle vendite al dettaglio. Inoltre, il successo della campagna vaccinale è cruciale per il ritmo di crescita nei prossimi trimestri. Se entro la fine dell'estate sarà vaccinata tutta la popolazione che lo desidera, come previsto dalle autorità, nella seconda metà del 2021 il PIL reale della Svizzera tornerà ai livelli pre-crisi. Tuttavia, a breve termine le previsioni rimangono assai incerte: in particolare, non sono ancora da escludere battute d'arresto nella gestione della pandemia. Tra l'altro, non si sa in che misura il mercato del lavoro assorbirà gli apprendisti e i diplomati dell'anno in corso.

#### Inflazione

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

Dopo 14 mesi in cui il tasso di variazione annuale dell'indice nazionale dei prezzi al consumo è rimasto in territorio negativo, la quarta fase di deflazione degli ultimi 12 anni sta per concludersi. Nei prossimi mesi l'inflazione dovrebbe salire all'1%, che è esattamente a metà della fascia obiettivo della Banca nazionale svizzera (BNS), compresa tra lo 0% e il 2%.

## Giappone

### Il ministro senza vaccini

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 2,9%	2021: 2,8%
2022: 1,8%	2022: 2,3%

Sul fronte delle vaccinazioni, il Giappone è in fondo alla lista dei Paesi industrializzati. Mentre scriviamo, la nazione, in cui gli over-65 sono quasi 36 milioni di persone, ha somministrato solo 800 000 dosi del vaccino. Viste le notevoli esitazioni dell'autorità di regolamentazione, per ora è disponibile solo il vaccino Pfizer/BioNTech. Il governo è sotto pressione perché il Primo Ministro Yoshihide Suga si è impegnato a fornire un numero sufficiente di dosi del vaccino per tutta la popolazione prima dei Giochi olimpici di luglio. Tuttavia, secondo il "Ministro delle vaccinazioni" Taro Kono, la campagna vaccinale dovrebbe accelerare a partire da maggio con le nuove approvazioni e le forniture, come nell'Europa continentale. L'aspetto positivo è che il Giappone ha superato bene la crisi economica e l'"inverno del coronavirus", con le nuove restrizioni, lascerà probabilmente solo lievi segni di rallentamento. Gli indicatori del sentiment puntano timidamente al rialzo e, dopo un febbraio deludente, il mercato del lavoro dovrebbe ritrovare la tendenza positiva in atto da ottobre 2020. Un'incertezza per le nostre previsioni sul PIL del 2021 sembra venire meno: non sono previsti nuovi rinvii dei Giochi olimpici di Tokyo, anche se il divieto d'ingresso ai visitatori stranieri manda in fumo le speranze di ripresa del turismo internazionale. Il numero di turisti stranieri è crollato di ben il 99,7% rispetto al record del 2019.

#### Inflazione

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

Nei prossimi mesi il tasso d'inflazione tornerà in territorio positivo, soprattutto per via del rincaro dell'energia e degli effetti base. Tuttavia, nel complesso le pressioni inflazionistiche restano contenute. Dopo la crisi del 2020, i negoziati salariali di primavera ("shunto") si preannunciano come i più deludenti degli ultimi anni. Ci aspettiamo che i tassi d'inflazione non superino l'1% né nel 2021 né nel 2022.

## Cina

### La crescita non è tutto

#### Crescita del PIL

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

A gennaio e febbraio l'industria ha continuato a crescere a un ritmo sostenuto e i consumi hanno perso terreno. Le restrizioni alla mobilità durante il Capodanno cinese hanno favorito la produzione industriale: il 75% dei lavoratori migranti è rimasto nelle città in cui lavora e gli stabilimenti hanno continuato a funzionare. Al contempo, le restrizioni ai viaggi hanno frenato la spesa per consumi. Tuttavia, dopo un inizio d'anno sottotono, per il 2021 prevediamo una rapida crescita dell'economia: i consumi dovrebbero continuare a recuperare terreno e la ripresa economica globale dovrebbe sostenere le esportazioni. Però l'attenzione di Pechino si sposta su un percorso di crescita più sostenibile. All'apertura del Congresso nazionale del popolo è stato annunciato per il 2021 un obiettivo di crescita del PIL moderato di "oltre il 6%". Pur essendo una soglia minima, questo obiettivo riflette il fatto che la qualità conta più della quantità e offre alle autorità più margine di manovra per le riforme. Inoltre, Pechino ha sottolineato che nei prossimi 5 anni la spesa per R&S aumenterà del 7%, a suggerire che l'innovazione e l'autosufficienza saranno sempre più centrali, soprattutto di fronte ai crescenti rischi esterni, come le tensioni con gli USA.

#### Inflazione

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

L'inflazione primaria è rimasta bassa al -0,2% a febbraio (dal precedente -0,3%) e l'inflazione di fondo è salita allo 0% (dal -0,3% di gennaio). Nei prossimi mesi il rincaro delle materie prime e la ripresa dei consumi dovrebbero farla tornare in territorio positivo. Intanto, l'indice dei prezzi alla produzione è aumentato dell'1,7% rispetto al 2020, raggiungendo il picco degli ultimi due anni.

## Economic Research



**Marc Brüttsch**  
**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.