

Gennaio 2021

## Messaggi chiave

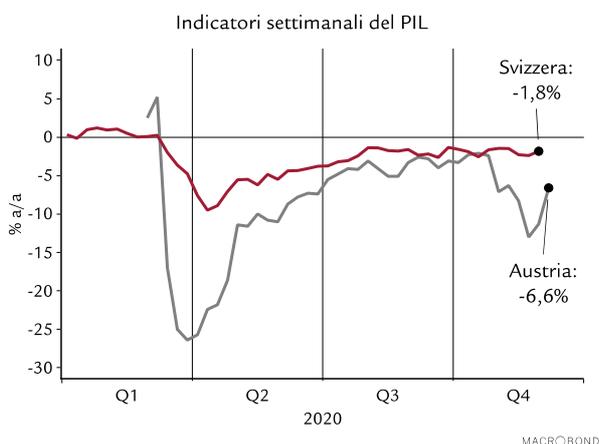
- I nuovi lockdown causano meno danni economici poiché le catene logistiche globali restano intatte
- Prevediamo un ritorno del potere di definizione dei prezzi nei settori dei servizi europei
- Il PIL della Svizzera dovrebbe tornare sui livelli pre-crisi nel T3 2021

## 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	-3,6%	-3,6%	3,7%	4,0%	1,2%	1,2%	1,9%	2,0%
Eurozona	-7,1%	-7,3%	4,5%	4,7%	0,3%	0,3%	1,0%	0,9%
Germania	-5,3%	-5,4%	3,5%	3,9%	0,4%	0,5%	1,4%	1,4%
Francia	-8,7%	-9,3%	6,8%	5,9%	0,5%	0,5%	1,1%	0,8%
Regno Unito	-10,8%	-11,1%	5,5%	5,3%	0,9%	0,9%	1,5%	1,6%
Svizzera	-3,1%	-3,7%	3,2%	3,3%	-0,7%	-0,7%	0,5%	0,2%
Giappone	-5,1%	-5,3%	2,6%	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cina	2,0%	2,1%	8,2%	8,0%	2,5%	2,7%	1,4%	1,7%

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

## Grafico del mese



Per le autorità sanitarie è un compito arduo, ma per gli economisti il “contact tracing” dell’economia reale migliora grazie alla disponibilità di un maggior numero di dati ad alta frequenza. L’ultima innovazione è l’indicatore settimanale del PIL svizzero della Segreteria di Stato dell’economia (SECO), che nel T4 evidenzia un andamento laterale. Come prevedevamo, le misure di contenimento regionali hanno quindi rallentato l’attività economica senza arrestarla. L’Austria ha imposto un lockdown nazionale e il tasso di crescita annuo del PIL è sceso temporaneamente di circa il 9%, a suggerire che l’impatto della seconda ondata di COVID-19 sull’economia reale è significativo ma meno deleterio.

## USA

### Boom del mercato immobiliare

#### Crescita del PIL

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

Le infezioni e i decessi da COVID-19 raggiungono nuovi massimi negli USA e la seconda ondata si è spostata verso le aree costiere più popolate, come la California, dove la maggior parte delle contee ha decretato il confinamento in casa. Crediamo però che la nuova ondata di restrizioni sarà molto meno dannosa per l'economia che in primavera, poiché le imprese sono meglio preparate, le catene logistiche sono intatte e la durata delle restrizioni è più prevedibile. In ottobre le vendite al dettaglio e la produzione industriale hanno continuato a migliorare e le operazioni immobiliari hanno raggiunto l'apice dal 2005 grazie ai tassi ipotecari ai minimi storici. Secondo gli indicatori, a novembre le condizioni economiche sono rimaste favorevoli: gli indici PMI compositi hanno raggiunto il picco da marzo 2015 (58,6 punti), mentre l'indagine edilizia NAHB ha raggiunto i massimi storici. Il riacutizzarsi della pandemia rende questi livelli difficilmente sostenibili e ci aspettiamo una crescita economica più lenta in inverno. In realtà, i dati deludenti di novembre sull'occupazione potrebbero aver preannunciato ciò che ci attende nell'«inverno del coronavirus». L'incertezza politica dovrebbe però diminuire ulteriormente una volta chiarita la distribuzione dei seggi al Senato dopo il ballottaggio in Georgia (5 gennaio) e con l'insediamento del nuovo presidente il 20 gennaio.

#### Inflazione

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

A causa degli effetti base negativi, l'inflazione primaria dovrebbe chiudere il 2020 ad appena l'1,0%. Tuttavia, è destinata a evidenziare una ripresa nel T2 2021 con la svolta positiva degli effetti base. Prevediamo un aumento dell'inflazione di fondo nel 2021, poiché l'output gap dovrebbe diminuire notevolmente quando i vaccini saranno prontamente disponibili. La recente impennata dell'aggregato monetario M1 si aggiunge agli «strumenti inflazionistici» per il 2021.

## Eurozona

### Inflazione dei servizi nel 2021

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: -7,1%	2020: -7,3%
2021: 4,5%	2021: 4,7%

L'Europa, colpita con violenza dalla seconda ondata della pandemia, è di nuovo in lockdown. Irlanda e Francia hanno reagito più rapidamente al deterioramento della situazione, ma difficilmente annunceranno la riapertura delle loro economie prima di metà gennaio. Diversi indicatori ad alta frequenza suggeriscono che i danni economici delle attuali misure di contenimento sono nettamente inferiori a quelli osservati in primavera (cfr. pag. 1 per l'Austria). Tuttavia, in base a questi indicatori tempestivi, rivediamo al ribasso la nostra stima per gli ultimi tre mesi del 2020, ipotizzando un calo del PIL dell'1,6%. La proiezione per l'intero 2020 è quindi lievemente inferiore a quella del mese scorso. Sottolineiamo tre importanti differenze rispetto al contesto economico dell'inizio della prima ondata: in primis, le catene logistiche globali sono intatte e i produttori europei beneficiano della ripresa della domanda in Asia e nelle Americhe. Poi, le misure di stimolo monetario e fiscale sono riuscite ad attenuare i timori di una crisi del credito causata dalla recessione. Infine, ora che la vaccinazione generalizzata nei prossimi 12 mesi è diventata uno scenario probabile, il settore privato vede la luce in fondo al tunnel. Ci aspettiamo quindi una rapida ripresa dell'attività economica dall'attuale flessione e un ritorno a una crescita trimestrale del PIL positiva già nel T1 2021.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: 0,3%	2020: 0,3%
2021: 1,0%	2021: 0,9%

I dati sull'inflazione resteranno volatili per tutto il 2021. Gli effetti a tantum delle nuove tasse a sostegno delle politiche climatiche europee e della revoca dei tagli dell'IVA in Germania da gennaio faranno accelerare l'inflazione a inizio anno. Un probabile ritorno a condizioni più normali è un motivo in più per aspettarsi un rincaro dei servizi. I consumatori dovrebbero accettare prezzi più alti per i servizi di svago e trasporto per i quali la domanda repressa è elevata.

## Germania

### Politica fiscale “a tutto campo”

#### Crescita del PIL

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

La nostra idea secondo cui un nuovo lockdown avrà un impatto meno catastrofico sulle dinamiche economiche è vera soprattutto per la Germania. Con la continua crescita della domanda dall'estero nel T4 2020 e le catene logistiche globali intatte, i produttori risentono molto meno delle misure di contenimento rispetto alla primavera. Gli ordinativi industriali sono nettamente aumentati all'inizio del trimestre e l'indice PMI del settore manifatturiero è rimasto in territorio espansivo anche se in gran parte dell'Europa sono in vigore nuovi lockdown. Fino alla prima settimana di dicembre un indice dei pedaggi dei camion ha mostrato volumi record di merci transitate sulle autostrade tedesche per quel periodo. Questo dato è in netto contrasto con il crollo dell'attività di trasporto tra febbraio e aprile. Un evento di rilievo nel 2020 in Europa è stato l'annuncio di un programma fiscale rapido e completo del governo tedesco in risposta alla pandemia e alla conseguente recessione. L'abbandono del black zero e del freno al debito come principi di bilancio quasi sacrosanti fa ancora l'unanimità nell'attuale rallentamento economico, con il Paese nuovamente in lockdown durante le festività. Con l'inizio della campagna di vaccinazione anti-COVID-19 nell'Europa continentale, la coalizione al governo è incentivata a mantenere a tutti i costi la sua politica fiscale accomodante fino alle elezioni politiche di settembre 2021.

#### Inflazione

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

La nuova tassa sulla CO2 e la revoca del taglio temporaneo dell'IVA dovrebbero innescare un'accelerazione dell'inflazione. I segnali concreti provenienti dal settore del turismo fanno presagire un netto rincaro dei pacchetti vacanza nei prossimi mesi. Il nostro scenario di base prevede un'inflazione annua superiore al 2% nel T4 2021.

## Francia

### Seconda ondata meglio gestita

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: -8,7%	2020: -9,3%
2021: 6,8%	2021: 5,9%

A differenza dei principali omologhi dell'Eurozona, la Francia sembra aver gestito la seconda ondata della pandemia in modo più deciso. I nuovi casi giornalieri hanno raggiunto il picco nella prima metà di novembre e una graduale riapertura dell'economia a gennaio sembra possibile. I danni economici delle nuove misure di contenimento sono meno gravi che in primavera. Soprattutto, la produzione manifatturiera e le consegne non hanno subito interruzioni poiché le catene logistiche sono rimaste intatte. Per tutto il T4 2020 l'indice PMI del settore manifatturiero ha continuato a oscillare intorno alla soglia critica dei 50 punti. Prevediamo una flessione del PIL del 2,6% nel T4, un dato ben lontano dal -5,9% del T1 e dal -13,8% del T2. I tempi della riapertura del settore dei servizi determinano il ritmo dell'attività economica nel breve termine, ma la vaccinazione generalizzata di gran parte della popolazione rimane la svolta più importante nel medio periodo. I sondaggi internazionali rivelano che la Francia è il Paese europeo più scettico riguardo ai vaccini. Secondo un nuovo studio dell'FMI, negli anni successivi a una pandemia i disordini sociali tendono ad aumentare. In Europa, la Francia ha buone possibilità di confermare questa tesi, dato che probabilmente il movimento dei gilet gialli tornerà a protestare quando il Paese inizierà a prepararsi per le elezioni presidenziali del 2022.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: 0,5%	2020: 0,5%
2021: 1,1%	2021: 0,8%

L'inflazione dovrebbe raggiungere un minimo ciclico dello 0% a dicembre. Confermiamo le nostre previsioni di inflazione per il 2021, visto il recente rincaro dell'energia. Inoltre, i fornitori di servizi dei settori alberghiero e dei trasporti recupereranno un certo potere di definizione dei prezzi con il rilascio della domanda repressa per tempo libero e intrattenimento.

## Regno Unito

### La vaccinazione viene in aiuto

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: -10,8%	2020: -11,1%
2021: 5,5%	2021: 5,3%

Rispetto alla primavera, questa volta il RU ha reagito tempestivamente alla pandemia adottando restrizioni automatiche una volta soddisfatti determinati criteri nelle singole regioni. Questo approccio sembra aver funzionato, poiché il tasso di mortalità è rimasto sotto la media UE. La Grande Londra e altre contee del Sud procedono verso il livello più severo delle restrizioni, pertanto a dicembre si prospettano nuovi danni economici. Dato il punto di partenza già molto basso di ottobre (PIL mensile pari al 92% del livello di febbraio), a fine 2020 il RU dovrebbe confermarsi l'economia più colpita nel mondo sviluppato, a parte forse la Spagna. L'imminente fine del periodo di transizione della Brexit ha peggiorato le cose, come illustra la ripresa deludente dei servizi finanziari, che in altre economie hanno conseguito buoni risultati. Questo settore, che nel RU è un esportatore netto, non sarà interamente coperto dall'accordo commerciale ancora in negoziazione mentre scriviamo, quindi molte attività finanziarie per i clienti dell'UE sono state già trasferite sul continente. Sul versante positivo, il 2021 porterà chiarezza sulle future relazioni commerciali, sbloccando i piani d'investimento. Inoltre, il RU sembra in grado di raggiungere presto l'immunità di gregge. Le vaccinazioni anti-COVID-19 sono iniziate, nel complesso l'accettazione pubblica dei vaccini appare elevata e gli ordini dei tre vaccini più avanzati, pari a 145 milioni di dosi nel 2021, coprono più dell'intera popolazione.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: 0,9%	2020: 0,9%
2021: 1,5%	2021: 1,6%

Come prevedevamo, l'inflazione primaria è aumentata dallo 0,5% allo 0,7% in ottobre. Crediamo che l'inflazione scenderà fino a fine anno, data la chiusura di molte società di servizi a causa della pandemia. La normalizzazione dell'attività dovrebbe far salire i prezzi nel 2021, ma la fine del periodo di transizione della Brexit implica una notevole incertezza per le prospettive d'inflazione a breve termine.

## Svizzera

### Livelli pre-crisi in vista nel 2021

#### Crescita del PIL

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

Come accennato a pag. 1, nel T4 l'innovativo indicatore settimanale del PIL svizzero della Segreteria di Stato dell'economia (SECO) ha evidenziato un andamento laterale fino alla 49<sup>a</sup> settimana. Ci aspettiamo che le misure di contenimento più rigorose frenino maggiormente le dinamiche economiche nelle prossime settimane, ma è improbabile che nel T4 il PIL scenda di oltre lo 0,5% rispetto al T3, dato che le catene logistiche globali restano intatte. Dopo la ripresa del PIL superiore alle attese di gran parte degli economisti nel T3, lo scorso mese le previsioni sul PIL per l'intero 2020 sono state nettamente riviste al rialzo. Pertanto, i nuovi dati confermano la nostra valutazione secondo cui l'economia svizzera sta uscendo dalla crisi con un occhio nero. Il 15 dicembre la SECO ha dichiarato che prevede una flessione del PIL del 3,3% nel 2020 e una crescita del 3,2% nel 2021 e del 3,3% nel 2022. Se, come appare sempre più probabile, la vaccinazione inizierà seriamente nel T1 2021, il PIL svizzero dovrebbe poter tornare ai livelli pre-crisi già nel T3 2021. Tuttavia, dati ad alta frequenza come le persone in cerca d'impiego suggeriscono che gli effetti a lungo termine non si sono ancora manifestati. Prevediamo un aumento del tasso di disoccupazione al 4% circa nel primo semestre 2021. Inoltre, il numero di fallimenti societari ha iniziato a salire da ottobre, una tendenza che dovrebbe proseguire nei prossimi trimestri.

#### Inflazione

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

Per quasi metà dell'ultimo decennio, la Svizzera è rimasta preda della deflazione con variazioni annuali negative dell'indice dei prezzi al consumo. Prevediamo che la deflazione persisterà fino a marzo 2021. Anche a novembre i prezzi sono scesi più di quanto ci aspettassimo. Non rivediamo al ribasso le previsioni d'inflazione per via del rincaro dell'energia nel T4 2020: a dicembre i prezzi del gasolio da riscaldamento al dettaglio sono saliti del 10% rispetto a novembre.

## Giappone Clima di mercato più favorevole

### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: -5,1%	2020: -5,3%
2021: 2,6%	2021: 2,6%

Attualmente l'Asia sembra un mondo a sé stante. Malgrado la riaccutizzazione stagionale in Giappone e Corea del Sud, l'incidenza della pandemia è a un livello che in Europa non si osserva da fine luglio/inizio agosto. Secondo i dati ufficiali, altre nazioni dell'Asia orientale sono ancora meno colpite. Sulla scia della rapida ripresa in Cina, la fiducia delle aziende giapponesi è assai migliorata. Nel T4 il Tankan, la principale indagine economica nipponica, ha nettamente superato le attese, segnalando un clima di mercato più favorevole tra imprese manifatturiere e fornitori di servizi, indipendentemente dalle loro dimensioni. Il settore automobilistico ha evidenziato di gran lunga la migliore ripresa, a suggerire che la produzione di auto, passata dal 50% di maggio al 96% dei livelli pre-crisi a settembre, potrebbe presto tornare alla piena capacità. Secondo il Tankan, promette bene anche l'inversione di tendenza dell'occupazione e dell'utilizzo della capacità produttiva, che riflette il lieve aumento del rapporto tra domanda e offerta di lavoro in ottobre. Pertanto, al 3,1% in ottobre, il tasso di disoccupazione potrebbe aver già raggiunto il picco ciclico. Sul fronte negativo, i piani d'investimento per l'esercizio in corso sono stati ulteriormente ridotti, con una conseguente erosione del clima di mercato nell'edilizia. Le condizioni finanziarie ancora accomodanti e la relativa solidità finanziaria delle imprese depongono a favore di un ciclo d'investimento positivo nel 2021.

### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: 0,0%	2020: 0,0%
2021: 0,0%	2021: 0,0%

Il Giappone sta attraversando una fase di deflazione che prevediamo durerà fino a marzo 2021. Le principali cause sono l'apprezzamento dello yen, un calo dei salari legato alla pandemia e i bassi prezzi dell'energia. Come in gran parte delle altre economie, l'effetto base sull'energia diventerà positivo nel T2 2021 e si tradurrà in dati sull'inflazione leggermente positivi. In media, tuttavia, nel 2020 e nel 2021 l'inflazione dovrebbe restare a zero.

## Cina Nuova riduzione del debito

### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: 2,0%	2020: 2,1%
2021: 8,2%	2021: 8,0%

Nel T3 2020 l'economia cinese ha superato il livello pre-crisi di oltre il 3% e gli indicatori economici per il T4 segnalano un'ulteriore espansione economica. Con la rapida riapertura delle fabbriche dopo il lockdown di febbraio e l'allentamento solo graduale delle restrizioni alla mobilità, la ripresa della produzione industriale è stata più rapida e sostenuta di quella dei consumi. Tuttavia, a novembre le vendite al dettaglio sono cresciute del 5% rispetto al 2019, quindi i consumi recuperano terreno. L'efficace contenimento della pandemia in Cina nel 2020 è stato fondamentale per l'ottima performance economica del Paese, che però nel febbraio 2021 dovrà dimostrare di poter gestire il rischio di contagio durante i festeggiamenti per il Capodanno cinese, in vista dei quali centinaia di milioni di persone lasceranno le città per riunirsi alle loro famiglie nelle aree più rurali. Inoltre, alla luce della ripresa vigorosa dell'economia cinese dalla crisi causata dalla pandemia, le misure di stimolo fiscale e monetario saranno gradualmente revocate per rallentare l'accelerazione del credito e tornare a concentrarsi sulla riduzione del debito pubblico. La riduzione dell'indebitamento innescherà probabilmente un rialzo dei tassi d'insolvenza, soprattutto tra le aziende statali non redditizie, e le autorità dovranno essere vigili per trovare il giusto equilibrio tra le insolvenze inevitabili e la prevenzione dei rischi sistemici.

### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2020: 2,5%	2020: 2,7%
2021: 1,4%	2021: 1,7%

Per la prima volta in 11 anni, a novembre l'IPC complessivo cinese è sceso in territorio deflazionistico al -0,5%. Ciò è ascrivibile soprattutto al calo dei prezzi dei suini del 12,5% rispetto al 2019. Prevediamo che l'inflazione rimarrà in territorio deflazionistico per tutto il T1 2021, frenata dal ribasso dei generi alimentari. Tuttavia, difficilmente i dati deludenti indurranno la banca centrale cinese a tagliare i tassi d'interesse, poiché si prevede una ripresa dell'inflazione nel 2021.

## 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](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.