

Agosto 2021

## Messaggi chiave

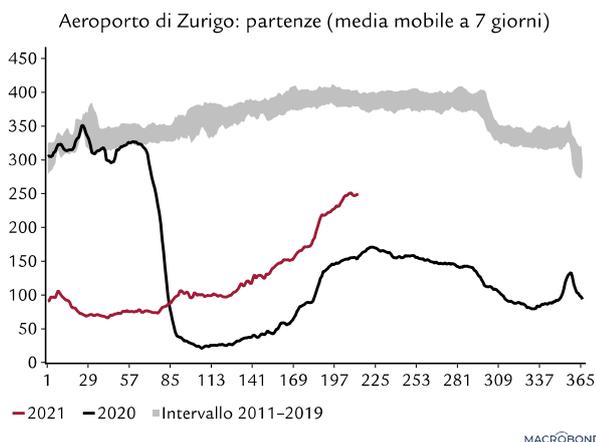
- Restano in vigore le restrizioni al traffico internazionale di viaggiatori
- L'inflazione negli Stati Uniti resterà oltre il 5% fino a fine anno
- In Europa la dinamica economica torna già a rallentare

## Previsioni: un raffronto

	Crescita PIL 2021		Crescita PIL 2022		Inflazione 2021		Inflazione 2022	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Stati Uniti	6,0%	6,6% ↓	3,3%	4,4% ↑	4,3% ↑	3,7% ↑	3,0% ↑	2,8% ↑
Eurozona	4,4%	4,6% ↑	3,3%	4,4%	1,8% ↑	1,9% ↑	1,4% ↑	1,4%
Germania	3,2%	3,4% ↑	3,4% ↑	4,3% ↑	2,5% ↑	2,6% ↑	1,4% ↑	1,8% ↑
Francia	6,0%	5,6% ↑	3,3% ↑	4,0% ↑	1,5% ↑	1,5% ↑	1,4% ↑	1,2%
Regno Unito	6,1%	6,8% ↑	4,3%	5,3%	2,0% ↑	1,9% ↑	2,0% ↑	2,4% ↑
Svizzera	3,6%	3,6% ↑	2,5%	2,9%	0,5%	0,4%	0,7%	0,5%
Giappone	2,4% ↓	2,5% ↓	2,1% ↑	3,0% ↑	0,0%	0,0%	0,4%	0,5%
Cina	8,3% ↑	8,6%	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, 12 luglio 2021.

## Grafico del mese



Nel secondo anno della pandemia, gli svizzeri hanno una gran voglia di trascorrere le vacanze estive all'estero. Infatti, anche per la seconda metà di luglio le cifre dell'aeroporto di Zurigo mostrano un aumento delle partenze del 60% rispetto al 2020. Altri settori dell'economia sono già tornati ai livelli pre-crisi, ma ciò non vale ancora per il trasporto passeggeri in Europa. Confrontando le cifre attuali con i quelle registrate dal 2011, il traffico aereo da Zurigo è ancora inferiore di oltre un terzo rispetto all'anno più debole prima dello scoppio della pandemia.

## Stati Uniti

### “Tassa inflazionistica” in azione

#### Crescita del PIL

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

L'inflazione rimane un tema centrale negli Stati Uniti. Chi un anno fa ha investito in Treasury Bill a un anno ha perso oltre il 5% in termini reali su questo investimento apparentemente sicuro. Con questa “tassa inflazionistica” gli obbligazionisti finanziano indirettamente gli eccessi della politica fiscale statunitense. Devono pagare anche i consumatori statunitensi, il cui umore è sorprendentemente peggiorato. Un sondaggio dell'Università del Michigan deplora in particolare il rincaro degli immobili e dei beni durevoli. Dato che allo stesso tempo i salari aumentano e che durante la pandemia sono stati accumulati enormi risparmi, è probabile che i consumi restino intatti ma si spostino sempre più verso i servizi. Tuttavia, il settore immobiliare mostra segnali di rallentamento per via dei prezzi più elevati. I dati sull'attività del mercato immobiliare e il sentiment delle imprese edilizie si sono indeboliti. Insieme alla crescente “ondata Delta” e alla campagna vaccinale stagnante, molti nostri concorrenti hanno moderato l'ottimismo: per la prima volta dall'ottobre 2020 il consensus sulla crescita del PIL 2021 è sceso, per cui il divario rispetto alla nostra valutazione prudente è leggermente diminuito. L'inflazione, la pandemia e lo stallo del pacchetto infrastrutturale preoccupano anche Joe Biden, i cui consensi elettorali secondo il sondaggio Gallup di recente sono scesi al 50%, un livello storicamente basso.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 4,3%	2021: 3,7%
2022: 3,0%	2022: 2,8%

A giugno, l'inflazione è sorprendentemente salita al 5,4%, ancora spinta da effetti temporanei come i prezzi eccessivi delle auto usate e a noleggio o dei biglietti aerei, molto richiesti con la riapertura dell'economia. Tuttavia, l'inflazione si diffonde sempre più ai prezzi dei servizi e agli affitti, motivo per cui ora ci aspettiamo tassi d'inflazione superiori al 5% per tutto il 2021, prima di una distensione legata alla fine degli effetti temporanei.

## Eurozona

### La politica fa notizia

#### Crescita del PIL

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

I lenti progressi della vaccinazione e la diffusione della variante Delta del Covid-19 vengono affrontati in modo eterogeneo in Europa. La Francia e l'Italia hanno adottato misure che rasentano l'obbligo di vaccinazione, mentre la Germania ha reagito con un timido allentamento delle misure di contenimento. Secondo l'indicatore dell'Università di Oxford, rispetto alle misure tedesche, quelle di Estonia, Slovenia, Cipro e Francia sono ai minimi da maggio 2020. Anche nell'Eurozona le restrizioni ai viaggi internazionali saranno abolite dopo quelle interne. Negli ultimi tempi il sentiment dei consumatori ha continuato a migliorare, anche grazie al calo del tasso di disoccupazione. La fiducia delle imprese nel settore industriale, in netto aumento da inizio anno, sembra aver già superato il picco. Come i precedenti piani di stimolo, NextGenerationEU avrà un effetto ritardato sull'economia reale. Questi finanziamenti dall'effetto prociclico dovrebbero dare impulso alla crescita nei Paesi meridionali fino al 2022 e oltre. Tra l'altro, sono vincolati a riforme, come la riforma pensionistica in Spagna e quella del sistema giudiziario in Italia, che sono già in programma per la seconda metà del 2021. Le questioni politiche sono quindi destinate a fare notizia nei prossimi mesi, e non solo in Germania.

#### Inflazione

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

Attualmente nell'Eurozona i tassi d'inflazione vanno dal -0,6% del Portogallo al 3,7% dell'Estonia. Nei mesi estivi l'inflazione dovrebbe diminuire nella maggior parte dei Paesi a causa degli effetti base dello scorso anno, per poi aumentare nuovamente al 2,5% circa nel quarto trimestre 2021. Successivamente, il nostro scenario di riferimento fino al 2024 prevede un'inflazione stabile intorno all'1,5% nella regione.

## Germania

### Prospettive desolanti

#### Crescita del PIL

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

A differenza della Francia o dell'Italia, per il momento in Germania le autorità evitano misure che equivarrebbero a una vaccinazione obbligatoria. Tuttavia, dato che la campagna vaccinale ha subito una battuta d'arresto anche in Germania, si profilano ulteriori restrizioni ai viaggi per arrestare la diffusione della variante Delta. Gli sviluppi nei Paesi Bassi e nel Regno Unito suggeriscono che i danni economici dovrebbero rimanere limitati malgrado l'aumento dei contagi, ma l'Ifo Business Climate Indicator segnala già un nuovo deterioramento della fiducia delle imprese a causa delle strozzature dell'offerta. Solo nel settore edile di recente le prospettive hanno continuato a migliorare. Nel settore manifatturiero, le aspettative sono in calo già da quattro mesi, non da ultimo per via del peggioramento delle prospettive relative agli ordinativi dall'estero. Tuttavia, nel complesso l'utilizzo della capacità produttiva nell'industria resta nettamente superiore alla media di lungo periodo. Gli effetti delle inondazioni delle ultime settimane sull'attività economica restano incerti, così come il loro impatto sulle elezioni federali di settembre. A medio e lungo termine sono probabili ingenti investimenti di sostituzione e spese aggiuntive per la protezione contro le alluvioni.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 2,5%	2021: 2,6%
2022: 1,4%	2022: 1,8%

Cento anni fa emergevano i primi segnali dell'iperinflazione del 1923. Il ricordo di questa catastrofe spiega perché la recente accelerazione dell'inflazione in Germania sia guardata con particolare sospetto. La questione resterà sotto i riflettori fino a novembre, in quanto si prevede un rialzo dall'attuale 2,1% al 3,5%. Tuttavia, noi apparteniamo alla schiera che considera questo aumento solo temporaneo. Già nel primo trimestre 2022 l'inflazione scenderà di nuovo sotto l'1,5%.

## Francia

### La politica sul banco di prova

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 6,0%	2021: 5,6%
2022: 3,3%	2022: 4,0%

I dati economici francesi sono nettamente migliorati con l'allentamento delle misure di contenimento. Purtroppo, la pubblicazione della prima stima del PIL avviene poco dopo la chiusura della redazione di questo documento. Prevedevamo una crescita dell'1,3% rispetto al trimestre precedente. L'aspettativa mediana dei 28 istituti intervistati dal fornitore di notizie Bloomberg era invece molto più cauta, pari ad appena lo 0,8%, e le risposte al sondaggio sulla crescita del PIL andavano dallo 0,3% all'1,6%. Questo margine mostra l'incertezza degli analisti nei periodi di pandemia. Come in Svizzera (cfr. pagina 1), i viaggi internazionali evidenziano una ripresa, ma il divario rispetto ai valori degli anni fino al 2019 resta significativo. Probabilmente il ritorno dei turisti provenienti dai grandi mercati asiatici si farà ancora attendere, e anche la domanda di viaggi d'affari dovrebbe subire un calo strutturale. La battuta d'arresto della campagna vaccinale ha indotto il governo francese ad adottare misure drastiche, che per il personale sanitario equivalgono a una vaccinazione obbligatoria. Nel breve periodo la misura è servita allo scopo, poiché la propensione al vaccino è decisamente aumentata. Tuttavia, Emmanuel Macron rischia di ritrovarsi sul banco di prova, vista l'elevata probabilità di nuove ondate di proteste dopo la pausa estiva.

#### Inflazione

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

Anche in Francia di recente il tasso d'inflazione è salito notevolmente. Per giugno è stato calcolato un tasso di rincaro dell'1,9%. Gli effetti base dello scorso anno fanno presagire un netto rallentamento dell'inflazione nei prossimi mesi, prima di un nuovo aumento al 2% o poco più verso fine anno. Tuttavia, a parte il prezzo della benzina, finora l'inflazione ha avuto un ruolo secondario nel dibattito pubblico in Francia.

## Regno Unito

### Un Paese in autoisolamento?

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 6,1%	2021: 6,8%
2022: 4,3%	2022: 5,3%

Ultimamente l'“autoisolamento da Brexit” non è sembrato più essere la preoccupazione principale per le aziende britanniche. A dare problemi è stato piuttosto il netto aumento dei dipendenti che hanno dovuto autoisolarsi dopo una notifica (“ping”) dell'app di tracciamento del coronavirus. Questa “pingdemia” è stata dipinta come una minaccia per l'economia britannica e come possibile segnale per altri Paesi, ma due elementi confutano questa tesi: primo, nell'Europa continentale le app di tracciamento sono meno diffuse. Secondo, le regole d'isolamento nel Regno Unito sono particolarmente severe, per cui sono in vista allentamenti: dal 16 agosto, in Inghilterra le persone completamente vaccinate e gli adolescenti dovranno autoisolarsi solo in caso di test positivo. Inoltre, per le professioni essenziali che non possono essere esercitate da casa (vigili del fuoco o guardie di frontiera), un regime di test quotidiani sostituirà l'autoisolamento precauzionale. Con il numero di casi in rapida diminuzione, la “pingdemia” dovrebbe venire meno già in agosto. In ogni caso, non è chiaro se abbia causato danni economici notevoli a luglio. Infatti, i dati di Google mostrano che a luglio la mobilità nel tempo libero è aumentata e il pendolarismo non è diminuito più di quanto suggerito dal modello stagionale (vacanze estive). Solo la flessione dell'indice PMI dei servizi segnala un certo deterioramento, probabilmente temporaneo, del sentiment a luglio.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 2,0%	2021: 1,9%
2022: 2,0%	2022: 2,4%

Dopo la nuova sorpresa inflazionistica a giugno, abbiamo rivisto al rialzo le previsioni per l'intero 2021 dall'1,7% al 2,0%. I beni e i servizi che hanno beneficiato della riapertura dell'economia sono stati nuovamente i motori dell'inflazione. Ci aspettiamo che il ciclo dell'inflazione raggiunga il picco nel semestre invernale a quasi il 3%, prima di assestarsi dall'aprile 2022.

## Svizzera

### Perdita di slancio

#### Crescita del PIL

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

Anche prima della pubblicazione della prima stima ufficiale del PIL per il secondo trimestre, i nuovi dati in tempo reale consentono un'approssimazione più affidabile rispetto agli anni precedenti la pandemia. L'indice dell'attività economica settimanale della Segreteria di Stato dell'economia (SECO) ha registrato un rialzo medio dell'1,7% circa rispetto al primo trimestre. Probabilmente le royalty incassate dalla UEFA come organizzatrice del Campionato europeo di calcio hanno dato una spinta in più al PIL nel secondo trimestre. Prevediamo quindi una crescita del 2% circa rispetto al primo trimestre. Il “nowcast” del KOF, il Centro di ricerca congiunturale del Politecnico federale di Zurigo, indica una crescita del 4%. Con l'eccezione dei viaggi internazionali (vedi grafico a pagina 1), le restanti misure di contenimento influenzano il commercio di beni e servizi solo in misura assai limitata. Temporaneamente le spese di consumo delle economie domestiche dovrebbero riguardare maggiormente i servizi: dopo un anno e mezzo la domanda repressa in questo settore potrebbe superare quella di beni di consumo durevoli. Prevediamo una prosecuzione della ripresa a un ritmo sensibilmente più lento. Il recente calo della fiducia delle imprese nei principali mercati d'esportazione e il graduale venire meno degli impulsi della politica fiscale e monetaria spiegano le nostre previsioni relativamente caute per l'anno a venire.

#### Inflazione

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

In Svizzera l'aumento dell'inflazione non infiamma gli animi quanto negli Stati Uniti e in Germania. Dopo quattro fasi deflazionistiche dal 2008, ora si prospetta un periodo con tassi d'inflazione nella fascia obiettivo dello 0-2% perseguita dalla Banca nazionale svizzera. Nei prossimi mesi il rincaro dei prodotti ortofrutticoli dovrebbe esercitare ulteriori pressioni sui prezzi dopo le intemperie di luglio.

## Giappone L'azzardo olimpico

### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 2,4%	2021: 2,5%
2022: 2,1%	2022: 3,0%

Il governo giapponese ha resistito alle continue pressioni dell'opinione pubblica e, come previsto, ha aperto i Giochi olimpici di Tokyo. Così facendo, si è assunto un rischio politico ed epidemiologico non indifferente. Innanzitutto, in vista dell'elezione alla camera bassa che si terrà prima del o al 22 ottobre 2021, ha un indice di approvazione disastroso di appena il 34% all'ultimo conteggio. Il governo è stato criticato soprattutto per la sua gestione della pandemia, ma anche la sua insistenza a tenere i Giochi olimpici è stata perlopiù male accolta. In secondo luogo, l'apertura dei Giochi coincide con una nuova ondata di Covid-19 che può sembrare innocua rispetto agli standard internazionali, ma colpisce una popolazione ancora scarsamente vaccinata (mentre scriviamo, solo il 26% degli abitanti è completamente vaccinato). Insieme al numero relativamente esiguo di posti letto in ospedale per i malati di Covid-19, aumentano le pressioni a favore di misure che vanno oltre la semplice dichiarazione di stati di emergenza regionali, soprattutto perché di recente, secondo i dati di Google, la mobilità della popolazione è persino aumentata. Non sorprende che i dati non mostrino euforia olimpica: a luglio l'indice PMI dei servizi è sceso a 46,4, rimanendo per il 18° mese consecutivo sotto la soglia di crescita di 50 punti. La nota più positiva si conferma il ciclo degli investimenti, che secondo l'ultimo sondaggio Tankan rimane intatto.

### Inflazione

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

Come previsto, a giugno in Giappone l'inflazione dei prezzi al consumo è passata in territorio positivo (0,2%), dopo otto mesi di deflazione. Come in altri Paesi, i prezzi dei beni sono in forte crescita (1,0% rispetto all'anno precedente), ma l'inflazione nel settore dei servizi resta negativa. Ciò è dovuto al calo dei prezzi delle telecomunicazioni e, tra l'altro, riflette la crescita anemica dei salari in Giappone negli ultimi due anni.

## Cina Giro di vite

### Crescita del PIL

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

Recentemente le autorità di Pechino sono cadute preda di una frenesia normativa che ha spaventato gli investitori di tutto il mondo causando una correzione delle azioni cinesi. Le misure vanno dalla cancellazione forzata delle app di aziende tecnologiche che si presume dominino il mercato alle restrizioni a scuole private, servizi di consegna di pasti o alla quotazione delle aziende cinesi nelle borse estere. I rischi di questa strategia sono considerevoli a medio termine. Le autorità cinesi stanno inviando un chiaro segnale al settore privato, dicendo che il primato spetta alla politica e che le regole possono cambiare in qualsiasi momento, con effetti potenzialmente negativi sugli "animal spirits" delle imprese. Inoltre, il disaccoppiamento dall'Occidente sul fronte del capitale accelera, il che ridurrà lo scambio internazionale di know-how. Tuttavia, l'effetto immediato sull'economia dovrebbe essere limitato, in quanto di norma le imprese cinesi non hanno difficoltà a finanziarsi sul mercato interno. Inoltre, agli inizi di luglio la banca centrale ha allentato le condizioni di finanziamento, tagliando di 50 pb il tasso sulle riserve minime delle banche. Questa è anche una reazione al rallentamento della crescita che ha investito l'economia interna e che dovrebbe proseguire nel secondo semestre. Nel complesso, confermiamo le nostre previsioni di crescita caute e leggermente inferiori al consensus per il 2021 e il 2022.

### Inflazione

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

Come previsto, l'inflazione dei prezzi ai produttori ha segnato l'inversione di tendenza e a giugno è nuovamente scesa al di sotto della soglia dell'8%. Tuttavia, l'inflazione dei prezzi al consumo ha sorpreso verso il basso e a giugno si è attestata solo all'1,1%. Ciò è dovuto a una più bassa inflazione dei prezzi dei prodotti alimentari (in particolare carne suina). Entro fine anno ci aspettiamo una normalizzazione dell'inflazione dei prezzi al consumo appena superiore al 2%».

## 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 Swiss Life Asset Managers Deutschland 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.