

Settembre 2021

## Messaggi chiave

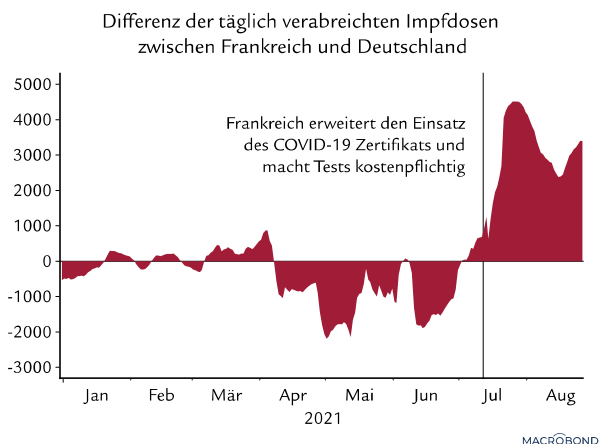
- Lo scenario di un “mondo con il Covid-19” rimane più realistico rispetto a un “mondo post Covid-19”
- Le conseguenze economiche dell’esito delle elezioni in Germania dovrebbero essere minime
- Svizzera: stabilità dei prezzi mantenuta nonostante un’inflazione tre volte superiore

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

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate con frecce.  
Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 9 agosto 2021.

## Grafico del mese



La Cina continua a perseguire una politica di tolleranza zero nella pandemia, ma negli USA e in Europa vi è poca volontà politica di reintrodurre restrizioni di ampia portata. Si spera invece di contenere la quarta ondata aumentando gli incentivi alla vaccinazione. Già a luglio la Francia ha ampliato notevolmente l’uso del certificato COVID e reso i test a pagamento. Dal punto di vista politico, questo passo è assai controverso, ma i dati sulle vaccinazioni rispetto alla Germania mostrano che finora si è verificato almeno l’effetto sperato. Un numero crescente di Paesi dovrebbe adottare misure analoghe. In questi giorni i Paesi sviluppati iniziano inoltre a somministrare la terza dose del vaccino.

## Stati Uniti

### Fine del denaro a buon mercato?

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 6,0%	2021: 6,2%
2022: 3,5%	2022: 4,4%

Negli USA, la dinamica di crescita si è ulteriormente attenuata. Per il secondo mese consecutivo il consenso per il 2021 è diminuito, avvicinandosi alla nostra previsione relativamente cauta del 6,0%. A ciò hanno contribuito i dati deludenti sul PIL del T2, caratterizzati da un calo degli investimenti e della spesa pubblica. Inoltre, nel T3 l'“ondata Delta” ha fatto peggiorare notevolmente il sentiment dei fornitori di servizi e dei consumatori. Ad agosto l'indice della fiducia dei consumatori dell'Università del Michigan è persino sceso sotto i minimi pandemici di aprile 2020. Non stupiscono, quindi, i toni cauti del governatore della Fed Jerome Powell a Jackson Hole. La banca centrale USA prevede infatti una riduzione degli acquisti di obbligazioni, ma i rialzi dei tassi seguiranno solo a tempo debito. L'istituto resta inoltre dell'idea che l'inflazione sia temporanea e che la pressione salariale diminuirà grazie ai rientri nel mercato del lavoro. Tra l'altro, la produttività ha tenuto il passo con i costi salariali delle aziende, il che contribuisce a ridurre i timori d'inflazione. Tutto sommato, l'era del denaro a buon mercato non volge ancora al termine, anche se nei prossimi dodici mesi gli impulsi positivi della politica monetaria si indeboliranno.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 4,3%	2021: 4,1%
2022: 3,0%	2022: 2,9%

Come previsto, a luglio negli USA la dinamica dell'inflazione ha rallentato. I prezzi continuano a superare i livelli del 2020 del 5,4%, ma ciò è dovuto anche alla bassa base di raffronto dello scorso anno. Rispetto al mese scorso, hanno perso slancio soprattutto i prezzi dei beni: i prezzi delle auto usate, per esempio, sono rimasti pressoché invariati, dopo tassi di crescita a due cifre nei mesi precedenti. Sorprendentemente, l'inflazione è diminuita anche nei servizi, ma probabilmente ciò rimarrà un'eccezione.

## Eurozona

### Politica fiscale pro-ciclica

#### Crescita del PIL

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

Il piano di ripresa europeo NextGenerationEU prende gradualmente forma. Prevede l'erogazione di sovvenzioni per 750 miliardi di euro agli Stati membri fino al 2026, che dovranno essere rimborsate entro il 2058. Spesso i programmi fiscali hanno un effetto pro-ciclico ritardato che si aggiunge alla ripresa economica già in atto. Questo piano non fa eccezione: è stato adottato nel luglio 2020, quando l'economia aveva già iniziato a riprendersi dallo shock precedente. Ora i progetti vengono pianificati e saranno realizzati a partire dal 2022. La priorità va agli investimenti che promuovono obiettivi climatici o nel settore della digitalizzazione. Il contributo di questo piano alla crescita nei prossimi anni è difficilmente quantificabile. I dati menzionati dalle autorità sono probabilmente cifre lorde: l'esperienza del Giappone insegna che questi piani infrastrutturali sono soggetti agli effetti dell'annuncio e inerziali. Alcuni progetti sarebbero stati pianificati comunque e ora sono semplicemente più facili da finanziare. Gli effetti inerziali si verificano quando non tutto il valore aggiunto relativo ai progetti può essere fornito da produttori all'interno dell'Eurozona.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 2,1%	2021: 2,1%
2022: 1,7%	2022: 1,5%

I tassi d'inflazione vanno dallo 0,3% di Malta al 5,0% dell'Estonia. Sia il valore più basso che quello più alto di questo intervallo hanno continuato a salire su base mensile. Solo nei Paesi Bassi recentemente il tasso d'inflazione è diminuito. Il nostro scenario di riferimento fino al 2024 continua a prevedere un'inflazione stabile intorno all'1,5% nell'Eurozona. La Banca centrale europea non ha quindi alcuna urgenza di inasprire la sua politica monetaria.

## Germania

### Nessuna grande novità

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 2,8%	2021: 3,3%
2022: 3,6%	2022: 4,4%

Anche se le elezioni federali e i successivi negoziati di coalizione monopolizzeranno l'attenzione dei commentatori, l'esito delle elezioni avrà poche conseguenze economiche a breve termine. Qualunque sia la costellazione finale, dall'improbabile scenario di una coalizione rosso-rosso-verde a ogni altra possibilità, per la prima metà della legislatura ci si può aspettare una prosecuzione dell'attuale politica fiscale. È interessante notare che l'SPD, che ora è in testa nei sondaggi, si presenta alle elezioni con il programma più restrittivo in termini di politica fiscale. Il motivo è il previsto aumento delle tasse sui redditi più alti. A più lungo termine, la questione decisiva di politica fiscale sarà la reintroduzione del freno all'indebitamento. Questa decisione, che sarà necessaria in futuro, non influisce in alcun modo sulla nostra previsione di crescita del PIL per il prossimo anno e mezzo. Tra quelle di tutti gli istituti intervistati da Consensus Economics, la nostra previsione è nel percentile più basso. Il motivo principale della nostra cautela sono le strozzature dell'offerta nell'industria, il cui effetto frenante è sottolineato dalla scarsa fiducia delle imprese. È chiaro che rapidi rimedi ai colli di bottiglia nelle catene logistiche rappresentano il rischio principale per le nostre previsioni per i prossimi trimestri.

#### Inflazione

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

I dati preliminari di agosto mostrano un rialzo del tasso d'inflazione al 3,9%, che ha indotto la Bundesbank a segnalare un aumento temporaneo dell'inflazione al 4-5% entro la fine dell'anno. Secondo le nostre stime, il picco ciclico del 4,2% sarà raggiunto a novembre. Con il venir meno di diversi effetti una tantum, il rischio d'inflazione svanirà presto. Per il T1 2022 ci aspettiamo un tasso d'inflazione di appena il 2,1%, la metà del picco.

## Francia

### Inflazione oltre il 2%

#### Crescita del PIL

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 6,0%	2021: 5,9%
2022: 3,3%	2022: 3,9%

Ampliando l'uso dei certificati COVID e rendendo i test a pagamento, il presidente Macron ha ottenuto una notevole accelerazione del ritmo delle vaccinazioni (cfr. pagina 1). Il Paese sta così indicando al resto d'Europa la strada per la futura gestione della pandemia: finché le varianti del coronavirus possono essere contrastate con i vaccini, nuove misure di contenimento come i precedenti lockdown sono assai improbabili e la prosecuzione della ripresa economica non è a rischio. Tuttavia, i problemi di approvvigionamento dal lato dell'offerta e il calo della domanda repressa stanno causando un rallentamento della dinamica economica. L'alto tasso di crescita del prodotto interno lordo (PIL) pari all'1,1% registrato nel T2 non è ripetibile. L'espansione resta comunque così sostenuta che l'economia francese tornerà ai livelli pre-crisi già nel T1 2022. Ciò coinciderà con la campagna per le elezioni presidenziali. Il presidente in carica è aiutato anche dal piano NextGenerationEU. Secondo quanto comunicato finora, nell'ambito di questo programma d'investimento pari a circa il 2% del suo PIL la Francia punta su progetti verdi.

#### Inflazione

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

Gli ultimi dati sull'inflazione delineano un quadro simile a quello che già conosciamo dagli Stati Uniti o dalla Germania. Anche in Francia, ad agosto il rincaro annuo è salito al 2,4%, superando l'obiettivo della Banca centrale europea. Fino alla fine dell'anno prevediamo ancora tassi d'inflazione superiori al 2%, ma le aspettative d'inflazione a lungo termine rimangono ancorate sotto questo livello. Il consensus per il 2022 e i prezzi di mercato delle obbligazioni indicizzate all'inflazione sembrano confermarlo.

## Regno Unito

### Scarsa manodopera frena ripresa

#### Crescita del PIL

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

Nel T2 il Regno Unito ha registrato una crescita formidabile del 4,8% rispetto al T1, leggermente superiore alle nostre aspettative. Di conseguenza, abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni. Nonostante la ripresa, l'economia britannica è in ritardo rispetto al continente. Rimane un divario del 4% rispetto al livello pre-crisi, che secondo le nostre previsioni dovrebbe chiudersi entro il T3 2022. Un ostacolo alla ripresa sono le carenze dal lato dell'offerta. Il mercato del lavoro ha recuperato terreno molto più rapidamente del previsto. A luglio i posti di lavoro vacanti erano 953 000, il dato più elevato mai registrato, e il bacino dei disoccupati si sta riducendo. Non stupisce, quindi, che le aziende britanniche lamentino difficoltà di reclutamento. In base alle osservazioni, la situazione è aggravata dai maggiori ostacoli all'immigrazione per i cittadini UE dopo la Brexit. Il settore dei trasporti, per esempio, ha perso autisti stranieri durante la pandemia, con conseguenti ritardi nelle consegne nell'industria e nelle vendite al dettaglio durante la ripresa. Le pressioni salariali sono aumentate, ma i dati ufficiali (8,8% di crescita annua dei salari a giugno) sono distorti da fattori tecnici. La Bank of England stima che, al netto di questi fattori, la crescita sottostante dei salari sia ancora un buon 3-4%.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 2,0%	2021: 2,2%
2022: 2,1%	2022: 2,7%

A luglio i dati sull'inflazione hanno confermato le nostre aspettative (2,0% rispetto al 2020), che erano più caute di quelle dei nostri concorrenti. Di conseguenza, la nostra previsione per l'intero 2021 è rimasta invariata. Nei prossimi mesi l'inflazione aumenterà notevolmente a causa di un effetto base (riduzione temporanea dell'IVA nel 2020) e raggiungerà un picco di circa il 3% a fine anno. Per il 2022 ci aspettiamo un'inflazione media del 2,1%, nettamente inferiore al consensus.

## Svizzera

### Prospettive d'inflazione ambigue

#### Crescita del PIL

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

I primi dati ufficiali sul prodotto interno lordo del T2 saranno disponibili solo dopo la pubblicazione di questo testo. Ci aspettiamo un tasso di crescita trimestrale del 2%, leggermente superiore alla mediana dell'1,9% delle previsioni di Bloomberg. Paradossalmente, però, le nostre previsioni per l'intero 2021 e per il 2022 sono inferiori al consensus. Tuttavia, i dati già noti sulla dinamica congiunturale mettono in discussione l'ottimismo di molti istituti riguardo all'economia, che recentemente è persino aumentato. Il barometro economico del KOF, per esempio, ha già perso molto slancio negli ultimi due mesi, e anche l'indice dell'attività economica settimanale della Segreteria di Stato dell'economia (SECO) indica un netto rallentamento della crescita per il T3. Le strozzature dell'offerta in alcuni segmenti dell'industria, la recente disillusione nella lotta contro la pandemia e, in misura crescente, la carenza di lavoratori qualificati nei settori particolarmente colpiti dalle precedenti misure di contenimento impediscono all'economia svizzera di sfruttare appieno il suo potenziale nei prossimi trimestri.

#### Inflazione

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021: 0,5%	2021: 0,4%
2022: 0,7%	2022: 0,6%

L'inflazione è in aumento anche in Svizzera. Ci aspettiamo un picco dell'1,2% alla fine del 2021. L'inflazione rimane quindi comodamente all'interno della fascia tra lo 0% e il 2% che la Banca nazionale svizzera (BNS) equipara alla stabilità dei prezzi. Tuttavia, si tratta di un nuovo "regime d'inflazione". Il nostro scenario di riferimento per i prossimi anni prevede un rincaro annuo medio dello 0,6%. Rispetto al periodo dal 2006 al 2019, l'inflazione sarà quindi tre volte più elevata.

## Giappone Ripresa delle vaccinazioni

### Crescita del PIL

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

Secondo l'Economic Surprise Index di Citi, il Giappone è stato fra le poche economie a riservare perlopiù sorprese positive nei dati pubblicati di recente. Ciò è dovuto principalmente al fatto che le aspettative degli economisti sono diminuite. Per esempio, per quanto riguarda la crescita del PIL nel 2021, nell'ultimo sondaggio il consensus è in linea con la nostra stima prudente del 2,4%. Dopo la virata dalla fiducia di inizio anno al pessimismo di metà anno, ci aspettiamo un ritorno verso l'ottimismo. Innanzitutto, dopo i netti ritardi iniziali, la campagna di vaccinazione ha acquistato notevole slancio. Mentre scriviamo, il 57% della popolazione ha già ricevuto almeno la prima dose del vaccino. Il Giappone ha così raggiunto la Svizzera, con la differenza che il suo ritmo di vaccinazione non mostra segni di rallentamento. In secondo luogo, dopo la performance deludente dei primi sette mesi dell'anno, l'industria dovrebbe riacquistare slancio. Come in Europa, è stata soprattutto la carenza di semiconduttori nella produzione di automobili a rallentare l'attività industriale giapponese. Il Paese è esso stesso uno dei maggiori produttori di semiconduttori per automobili e recentemente è stato in grado di incrementare notevolmente sia la produzione che le esportazioni di semiconduttori. Lo stesso vale per i macchinari giapponesi per la produzione di semiconduttori. In questo senso, la situazione per i produttori di automobili dovrebbe gradualmente migliorare.

### Inflazione

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

Il 20 agosto, dopo la raccolta delle stime di consenso, sono stati pubblicati i dati sull'inflazione del Giappone per luglio 2021, l'anno di base è stato cambiato dal 2015 al 2020 e il paniere di beni è stato ribilanciato. Le modifiche sono state significative. Il maggior peso delle tariffe di telefonia mobile ha reso necessaria una revisione dell'inflazione primaria di giugno dallo 0,2% al -0,5%. Abbiamo quindi rivisto la nostra previsione d'inflazione per l'intero anno dallo 0,0% al -0,3%.

## Cina Vittoria temporanea sul virus

### Crescita del PIL

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

Per la prima volta da luglio, il 24 agosto in Cina non vi sono stati nuovi casi di Covid-19 trasmessi localmente e solo 21 casi importati. Così, dal punto di vista della pandemia, la politica di tolleranza zero ha dato i suoi frutti. Tuttavia, le misure hanno lasciato il segno sull'economia. Le vendite al dettaglio di luglio hanno chiaramente deluso le aspettative con una crescita dell'8,5% su base annua. Ad agosto l'indice PMI non manifatturiero è sceso sotto la soglia dei 50 punti, attestandosi a 47,5. Alla flessione hanno contribuito sia i nuovi ordinativi che le previsioni sull'attività. Anche l'indice per il settore manifatturiero è sceso in agosto, ma è rimasto leggermente sopra la soglia di crescita, ovvero a 50,1 punti. Oltre alle restrizioni legate al Covid, le interruzioni dovute alle inondazioni regionali e le misure regolatorie hanno probabilmente contribuito all'attività e al sentiment sottotono. L'incertezza associata all'ondata di interventi regolatori dovrebbe restare elevata anche in futuro. Più recentemente, per esempio, le restrizioni sui giochi online sono state inasprite. Inoltre, permangono notevoli rischi al ribasso legati al Covid-19, anche se per il momento la pandemia sembra essere contenuta e la mobilità ha nettamente recuperato terreno da metà agosto nelle città che di recente sono state gravemente colpite. Di conseguenza, manteniamo invariate le nostre caute previsioni di crescita.

### Inflazione

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

L'inflazione annuale dei prezzi al consumo ha continuato a scendere a luglio, ma si è attestata a un valore leggermente superiore al consensus, ovvero all'1,0%. La deflazione dei prezzi dei generi alimentari è passata dal -2,2% al -0,4% su base mensile. L'inflazione dei prezzi alla produzione è salita di nuovo al 9,0%, dopo un breve calo a giugno. Tuttavia, restiamo dell'idea che i costi di produzione avranno un'influenza molto limitata sui prezzi al consumo.

## 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 Fleer**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fleer@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.