

Luglio 2026

Punti chiave

- USA: mercato del lavoro equilibrato e crescita sbilanciata frenano i rialzi dei tassi, l'inflazione li sostiene p. 2
- Germania: la guerra in Iran ha causato un netto deterioramento del settore dei servizi p. 3
- Francia: si sta già delineando una distensione sul fronte dell'inflazione p. 3
- Svizzera: in contro tendenza, rivediamo al ribasso le previsioni d'inflazione p. 4
- Regno Unito: inizio del secondo trimestre debole e maggiore incertezza politica p. 5
- Cina: il calo della domanda di petrolio frena i prezzi globali del greggio p. 5

Previsioni: un raffronto

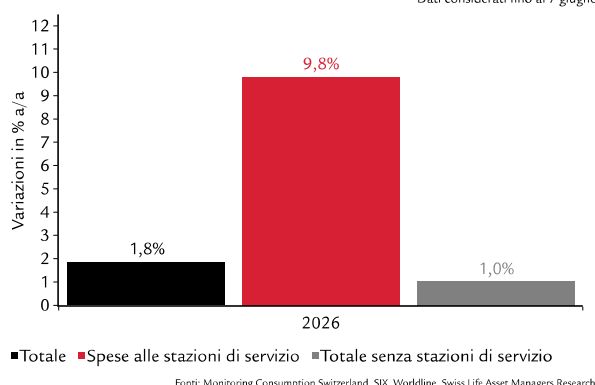
	Crescita del PIL 2026		Crescita del PIL 2027		Inflazione 2026		Inflazione 2027	
	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus
Stati Uniti	2,1% ↓	2,1%	2,0%	2,1% ↑	3,3% ↑	3,6% ↑	2,3%	2,5% ↑
Eurozona	0,9%	0,6% ↓	1,2%	1,2%	2,7% ↑	2,9%	1,7% ↑	2,3% ↑
Germania	0,7%	0,7%	1,3%	1,2% ↓	2,6% ↑	2,8% ↑	1,8%	2,3% ↑
Francia	0,8% ↓	0,6% ↓	1,2%	0,9% ↓	1,8% ↑	2,1% ↑	1,4%	1,7%
Italia	0,8%	0,6% ↑	0,8%	0,7%	2,7% ↑	2,9% ↑	1,6% ↑	2,0% ↑
Spagna	2,2%	2,2% ↓	1,8%	1,9%	2,8% ↑	3,3% ↑	1,6% ↑	2,3% ↑
Regno Unito	1,0%	0,9% ↑	1,0% ↓	1,0% ↓	3,0% ↑	3,3%	2,0% ↑	2,9% ↑
Svizzera	1,1%	1,1% ↑	1,3% ↓	1,3% ↓	0,4% ↓	0,6%	0,8%	0,7%
Cina	4,7%	4,7% ↑	4,7%	4,5%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 8 giugno 2026

Grafico del mese

Svizzera: dati sui consumi in base alle transazioni con carta

Dati considerati fino al 7 giugno



Secondo i dati di Monitoring Consumption Switzerland, nel periodo fino al 7 giugno i fatturati delle carte di credito sono aumentati dell'1,8% in termini nominali rispetto all'anno precedente. I fatturati presso le stazioni di servizio sono saliti del 9,8%, quelli presso gli altri esercenti solo dell'1,0%. Il rincaro dell'energia costringe le economie domestiche a tirare la cinghia per altre spese di consumo. Nel 2022 abbiamo assistito a un rincaro simile alla pompa di benzina, ma la cautela nella spesa per altri beni e servizi era meno pronunciata. È quindi probabile che i fornitori di questi prodotti abbiano più difficoltà a trasferire ai clienti i maggiori costi energetici.

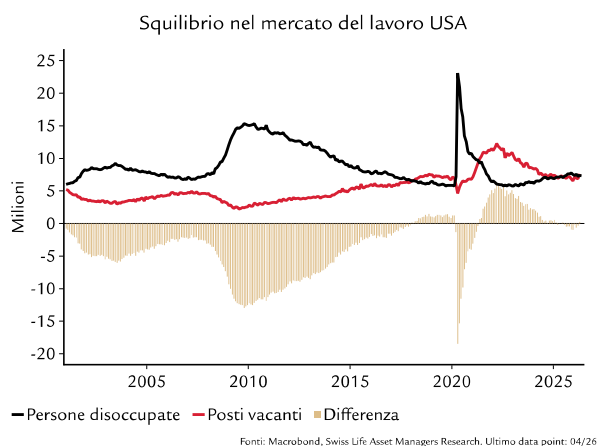
Stati Uniti

Qual è la situazione dell'economia USA?

Attualmente il quadro dei dati degli Stati Uniti è difficile da interpretare e pone sfide alla banca centrale. L'opinione spesso espressa secondo cui l'economia dovrebbe andare a gonfie vele alla luce dei corsi azionari record e dell'inflazione galoppante va relativizzata. Attualmente l'economia USA sfrutta il suo potenziale con una crescita annua di circa il 2%, ma i consumi privati e gli investimenti al di fuori del settore dell'IA sono deboli. La crescita dell'occupazione si è effettivamente ripresa quest'anno molto meglio del previsto, ma il numero dei disoccupati e quello delle offerte di lavoro si mantengono da circa 20 mesi su livelli simili (vedi grafico), per cui la crescita dei salari resta contenuta. Più che di un boom, parleremmo piuttosto di crescita stabile del PIL e di equilibrio sul mercato del lavoro. Dal punto di vista della crescita e del mercato del lavoro, l'attuale politica monetaria appare quindi adeguata.

«Trimmed mean inflation» in primo piano

Sul fronte dell'inflazione, la pressione sulla banca centrale sale e i mercati finanziari scontano aumenti dei tassi. Il deflatore delle spese per i consumi di beni di base PCE (esclusi alimentari ed energia), rilevante per la Federal Reserve, è salito al 3,3%. Un driver importante è l'esplosione dei costi dei chip di memoria, che hanno un peso elevato nell'indice PCE. Ciò riporta l'attenzione sulla «trimmed mean inflation», che rimuove dall'inflazione i valori estremi e che al momento è pari ad «appena» il 2,4%. Il nuovo presidente della Fed, Kevin Warsh, si è espresso favorevolmente su tale misura alternativa dell'inflazione e ha creato dei gruppi di lavoro per affrontare questi temi. Ciò consentirebbe alla banca centrale di guadagnare un po' di tempo per ritardare una decisione sui tassi e attendere di vedere l'andamento dell'inflazione dopo la de-escalation in Medio Oriente.



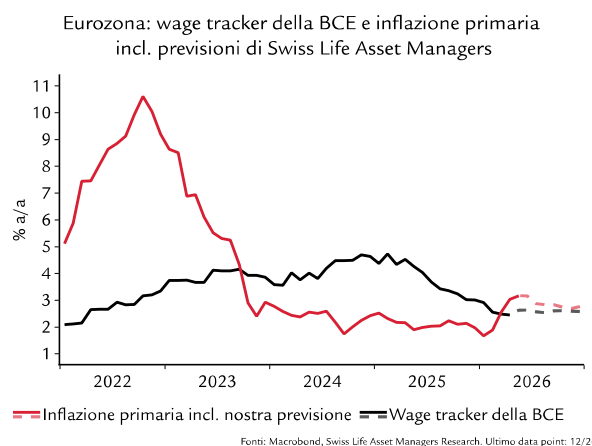
Eurozona

La BCE reagisce all'aumento dell'inflazione

La BCE ha soddisfatto le aspettative aumentando a giugno il tasso guida di 25 punti base portandolo al 2,25%, il primo aumento da quasi tre anni. La presidente Lagarde ha avvertito che l'inflazione causata dalla guerra in Iran si sta estendendo oltre il settore energetico. Tuttavia, non prevediamo notevoli effetti di secondo impatto, che si verificano ad esempio quando le aziende trasferiscono l'aumento dei costi energetici ai consumatori attraverso aumenti dei prezzi. Come previsto, a maggio nell'eurozona l'inflazione primaria è salita al 3,2%, sostenuta soprattutto dal rincaro dei carburanti. L'aumento dell'inflazione di fondo al 2,5% a maggio è più preoccupante, ma è dovuto soprattutto al rincaro dei servizi, probabilmente influenzato anche da effetti stagionali come le date delle festività. Inoltre, sono stati colpiti soprattutto i servizi di trasporto e di viaggio, il che non sorprende data la loro dipendenza diretta dai prezzi dei carburanti.

La pressione salariale rimane contenuta

Anche sul mercato del lavoro, attualmente il rischio dell'accentuarsi degli effetti di secondo impatto sembra limitato. Al momento diversi indicatori segnalano una pressione salariale relativamente bassa e quindi un potere di negoziazione limitato dei lavoratori, il che riduce il rischio di una spirale salari/prezzi. Se la nostra aspettativa di una parziale normalizzazione dei prezzi del petrolio dovesse essere confermata nei prossimi tre mesi, il picco dell'inflazione primaria potrebbe essere stato raggiunto già a giugno. Rispetto al consensus, le nostre previsioni d'inflazione per l'eurozona sono ottimistiche soprattutto per il 2027. Ciò è dovuto non solo alle nostre ipotesi sui prezzi dell'energia, ma anche alle nostre previsioni piuttosto incoraggianti sugli effetti di secondo impatto.



Germania

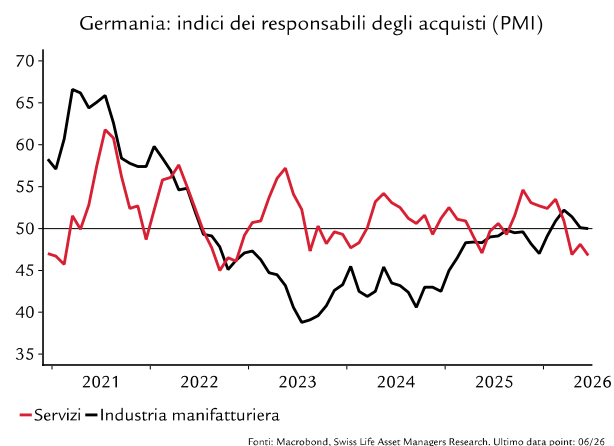
Le prospettive per il settore dei servizi peggiorano

Dopo la stabilizzazione degli indicatori del sentiment a maggio, a giugno emerge una chiara divergenza tra i settori. Secondo gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI), l'industria resta solida e i nuovi ordinativi sono aumentati sia nel mercato interno che nelle esportazioni, ma il settore dei servizi è decisamente sotto pressione: il PMI dei servizi è precipitato a 46,8, il livello più basso da oltre tre anni. Anche i sottocomponenti anticipatori delineano un quadro piuttosto negativo.

Il rallentamento nel settore dei servizi è probabilmente dovuto a diverse cause. Nel caso dei servizi legati ai consumi, le perdite di potere d'acquisto causate dall'inflazione e la persistente debolezza del mercato del lavoro frenano la domanda. Inoltre, la maggiore incertezza e l'aumento delle aspettative sui tassi hanno un effetto frenante, soprattutto su settori come gli immobili e l'edilizia. Tuttavia, dato che il settore dei servizi è molto sensibile alla domanda, in caso di distensione duratura in ambito geopolitico potrebbe riprendersi rapidamente, come dimostra l'andamento volatile dei PMI dei servizi (cfr. grafico).

Inflazione in leggero calo, ma più generalizzata

A giugno il tasso annuo d'inflazione è sorprendentemente sceso al 2,6%, soprattutto grazie al calo dei prezzi dell'energia e agli sconti sul carburante. L'inflazione di fondo, salita al 2,5%, segnala una dinamica d'inflazione più generalizzata ma ancora moderata. Ciò è confermato anche dai prezzi all'ingrosso, che sono saliti su larga scala. Oltre agli effetti diretti del rincaro dell'energia, è probabile che a questo contesto dei prezzi abbiano contribuito anche altri effetti, come i rincari dei componenti IT dovuti al boom dell'IA.



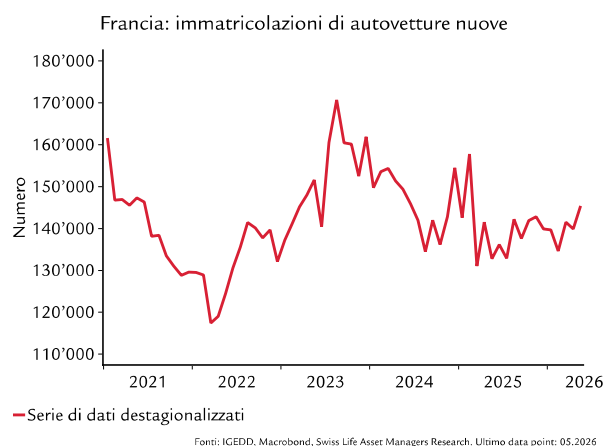
Francia

Aumento delle vendite di auto nuove

I dati economici francesi continuano a delineare un quadro contraddittorio, soprattutto a causa della cautela dei consumatori e della loro persistente propensione al risparmio. Tra marzo e maggio il numero di autovetture immatricolate è salito del 5,3% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Questo aumento sembra essere riconducibile alla combinazione delle risorse disponibili per i consumatori e degli incentivi all'acquisto di veicoli elettrici. Tuttavia, alla fine del secondo trimestre il settore manifatturiero si è rivelato meno dinamico. Secondo un sondaggio dell'istituto statistico Insee, le imprese industriali sono apparse più pessimiste rispetto al mese precedente, sia in termini di volume di produzione che di nuovi ordinativi. La stessa indagine indica un calo dell'occupazione per il terzo mese consecutivo. Tuttavia, questo pattern di dati economici in parte contrastanti prosegue anche a giugno: i valori pubblicati lo stesso giorno sugli indici PMI delineano un quadro più favorevole della situazione dell'industria manifatturiera.

Dati relativi ai prezzi più stabili

In Francia i prezzi dei carburanti sono scesi del 10-20% rispetto al picco di metà aprile, ma restano ben al di sopra dei livelli prebellici e pesano quindi sul bilancio delle economie domestiche. Il tasso d'inflazione medio di pareggio per i prossimi 10 anni, basato sui prezzi dei titoli di Stato indicizzati all'inflazione, è attualmente pari all'1,85%, ovvero già 30 punti base in meno rispetto a quattro settimane fa. Dato che ipotizziamo solo effetti di secondo impatto contenuti del temporaneo rincaro dell'energia, le nostre aspettative d'inflazione per quest'anno e per il prossimo sono molto inferiori al consensus.



Italia

Rincaro dell'energia, ma inflazione di fondo stabile

Finora nel 2026 la crescita in Italia è stata in linea con le nostre previsioni, che sono un po' più ottimistiche rispetto al consensus. Tuttavia, di recente l'inflazione ha sorpreso al rialzo, inducendoci a rivedere i pronostici. Da un lato, abbiamo un po' sottovalutato il rincaro dell'energia: oltre ai prezzi dei carburanti, sono saliti anche quelli del gas e dell'elettricità per le economie domestiche. In questo ambito l'Italia occupa una posizione particolare nel raffronto europeo, in quanto i prezzi all'ingrosso vengono trasferiti molto rapidamente ai consumatori finali. Abbiamo sottovalutato anche l'inflazione dei servizi: si sono registrati prezzi più alti soprattutto nei settori finanziario e turistico. Intanto, l'inflazione dei beni resta bassa, eccezion fatta per gli alimenti non trasformati. Nel complesso, restiamo dell'idea che in Italia l'inflazione di fondo si fermerà a circa il 2% e che, dato il calo dei prezzi dell'energia, gli effetti base negativi faranno scendere l'inflazione primaria sotto il 2% nel 2027; pertanto, ci manteniamo nettamente al di sotto del consensus.

Spagna

Crescita sostenuta, turismo a rischio

Il governo spagnolo ha adottato ampie misure per attenuare le conseguenze del rincaro dell'energia sulla popolazione. Particolarmente significativa è la riduzione temporanea dell'IVA sulla benzina e sul diesel dal 21% al 10%. Nonostante questo ampio pacchetto fiscale, da aprile lo spread dei titoli di Stato spagnoli rispetto a quelli tedeschi si è ridotto. Rispetto ad altri Paesi europei, la Spagna spende meno per la difesa, avendo consapevolmente rinunciato a un aumento. Ciò ha permesso al governo di sostenere lo shock dei prezzi dell'energia senza gravare notevolmente sulla situazione finanziaria. Anche nel T2 prevediamo quindi una crescita economica sostenuta, superiore alla media dell'eurozona. Il maggiore rischio per queste prospettive favorevoli è il possibile impatto della crisi energetica sul settore turistico. L'economia spagnola dipende fortemente dai turisti aerei, che rappresentano circa il 90% degli arrivi internazionali. L'aumento dei prezzi del cherosene potrebbe far diminuire il numero di visitatori, con effetti negativi sulla crescita del PIL.

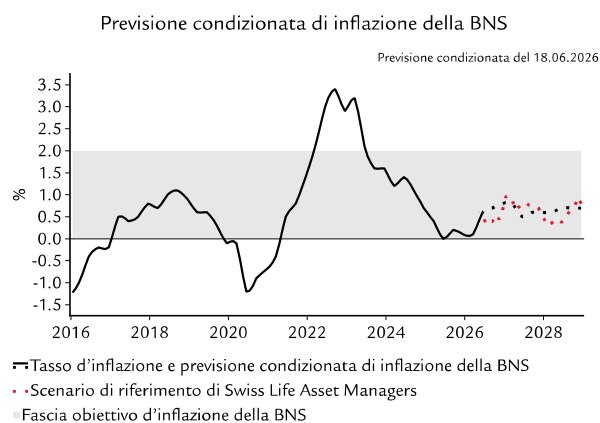
Svizzera

Crescita moderata della spesa per consumi reali

Il grafico a pagina 1 indica una crescita reale moderata dei consumi privati nella prima metà del 2026, in linea con la nostra previsione di tassi di crescita del PIL leggermente inferiori al tasso potenziale per l'economia svizzera fino a fine 2027. Insieme alla pressione inflazionistica contenuta, questa dinamica moderata giustifica il proseguimento della politica monetaria espansiva della BNS. Tuttavia, il suo effetto di sostegno sulla congiuntura interna è limitato. Nel settore edile, il volume dei nuovi progetti di costruzione residenziale approvati rimane ai livelli dell'anno precedente: solo nei progetti di ristrutturazione, che hanno un peso economico circa tre volte inferiore, si osserva una forte crescita di circa il 26% su base annua. La prevedibile distensione nel conflitto in Medio Oriente ha un effetto positivo. Secondo i primi indici PMI europei e di altre regioni del mondo, la ripresa ciclica dovrebbe rallentare, ma non arrestarsi. Anche il settore delle esportazioni ne beneficerà nei prossimi trimestri, non da ultimo grazie alla stabilità dei tassi di cambio. Inoltre, la normalizzazione delle importazioni nette di elettricità dalla ripresa della produzione nella centrale nucleare di Gösgen dovrebbe avere un effetto positivo sul PIL.

Riduzione delle previsioni d'inflazione per il 2026

Rivediamo nuovamente al ribasso la previsione d'inflazione per il 2026. Anche se i combustibili costano ancora molto di più rispetto a prima della guerra, il prezzo del gasolio da riscaldamento evidenzia una tendenza al ribasso già da maggio. A ciò si aggiunge la quasi totale assenza di effetti di secondo impatto sui prezzi di beni o servizi al di fuori del settore dei trasporti. Il nostro scenario di base a medio termine relativo alla dinamica d'inflazione è in gran parte in linea con le più recenti previsioni condizionate d'inflazione della Banca nazionale svizzera (BNS).



Regno Unito

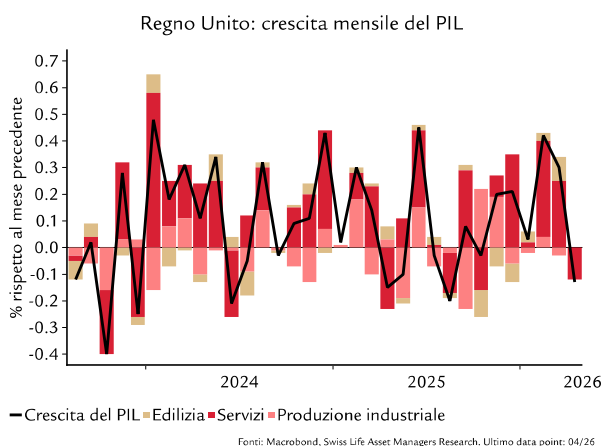
Avvio debole del secondo trimestre

Dopo un ottimo primo trimestre, come previsto i dati mensili sul PIL di aprile (-0,1% rispetto al mese precedente) mostrano un inizio del secondo trimestre cauto per l'economia britannica. La debolezza è ascrivibile soprattutto al settore dei servizi, mentre la produzione industriale ha ristagnato. Secondo l'istituto nazionale di statistica, il principale contributo negativo proviene dal settore dell'arte, dell'intrattenimento e del tempo libero, che ha risentito della cancellazione degli eventi sportivi in Medio Oriente. Si tratta probabilmente delle due gare di Formula 1 in Arabia Saudita e Bahrain.

Formula One Management Group, licenziatario globale della Formula 1, ha sede a Londra. Oltre a questo fattore straordinario, le vendite al dettaglio sono crollate, annullando il rialzo di marzo, quando gli automobilisti avevano fatto il pieno di carburante preoccupati per ulteriori rincari. Alla Bank of England (BoE) dovrebbero venire incontro i dati più deboli sul PIL, poiché aumentano i segnali secondo cui la guerra in Iran frena l'economia. A differenza della BCE, a giugno la BoE ha mantenuto i tassi invariati malgrado il nuovo netto aumento dell'inflazione a maggio.

Sei primi ministri in meno di 10 anni

La situazione rimane tesa anche sul piano politico. Come previsto, le elezioni nel distretto di Makerfield hanno portato alla vittoria Andy Burnham. Con il suo ingresso in Parlamento e le dimissioni del primo ministro Starmer, nulla ostacola più un passaggio del testimone in seno al partito laburista. Resta da vedere se Burnham incontrerà opposizione all'interno del partito. Fino ad allora la volatilità dovrebbe rimanere elevata, soprattutto sui mercati obbligazionari.



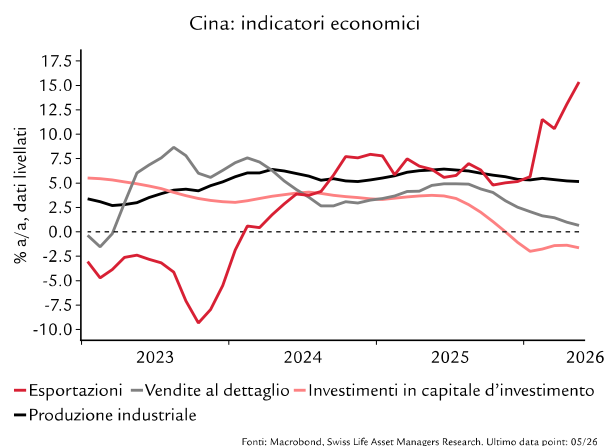
Cina

Il calo della domanda petrolifera rallenta i prezzi

I dati economici cinesi di maggio mostrano una spaccatura persistente: la domanda di esportazioni, soprattutto di beni high-tech, rimane sostenuta, ma l'economia interna continua a indebolirsi. A maggio le esportazioni sono aumentate di oltre il 19% rispetto all'anno precedente, ma tutti i principali indicatori interni sono stati deludenti. Tre fattori principali spiegano questa dinamica: innanzitutto, la Cina ha ridotto notevolmente le sue importazioni di petrolio a causa delle turbolenze globali intorno allo Stretto di Hormuz, accettando consapevolmente una certa debolezza della domanda anziché ricorrere ampiamente alle riserve strategiche. Ciò ha penalizzato la produzione industriale, in particolare le raffinerie e le aziende chimiche, ma al contempo ha frenato i prezzi globali del greggio. In secondo luogo, la politica «anti-involution» volta a contenere l'eccesso di capacità continua a frenare gli investimenti, in particolare nel settore dell'energia solare e delle batterie. Terzo, la persistente crisi immobiliare grava sugli investimenti e sui consumi. La graduale normalizzazione delle forniture petrolifere dovrebbe sostenere la produzione nella seconda metà dell'anno e far migliorare i dati industriali, mentre permane la debolezza strutturale dovuta alla correzione del settore immobiliare.

L'inflazione cinese dovrebbe restare positiva

Le prospettive d'inflazione in Cina stanno cambiando. Dopo anni di pressioni deflazionistiche, ora la crescita dei prezzi diventa positiva. Ciò è ascrivibile principalmente al rincaro dell'energia, ma anche in misura crescente agli aumenti dei prezzi dei chip di memoria legati all'IA, che si espandono e fanno salire sempre più i prezzi alla produzione e al consumo. Tuttavia, è probabile che l'inflazione dei prezzi al consumo rimanga moderata, poiché la domanda interna resta debole.



Economic Research



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
in @marc_brüttsch



Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
in @damian_künzi



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife-am.com
in @josipa_markovic



Christoph Lauper
Economist Quantitative Analysis
christoph.lauper@swisslife-am.com
in @christoph_lauper



Florence Hartmann
Economist Developed Markets
florence.hartmann@swisslife-am.com
in @florence_hartmann



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

in

Redatto e pubblicato da Economics Department, Swiss Life Investment Management Holding SA, Zurigo

Swiss Life Asset Managers precisa che è possibile che le raccomandazioni qui sopra illustrate siano state attuate da Swiss Life Asset Managers prima della pubblicazione del presente documento. Nel preparare le nostre previsioni ci basiamo su fonti che riteniamo affidabili; tuttavia, non forniamo alcuna garanzia in relazione all'esattezza e alla completezza delle informazioni utilizzate. Il presente documento contiene asserzioni riguardanti future evoluzioni. Non ci assumiamo alcun impegno rispetto all'aggiornamento o alla revisione delle stesse. Le evoluzioni effettive possono variare di molto, nel risultato, rispetto alle nostre aspettative iniziali.

Francia: la presente pubblicazione è distribuita a clienti effettivi e potenziali in Francia da Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris. **Germania:** la presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, 50668 Köln, Swiss Life Asset Managers Luxembourg Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, 60598 Frankfurt am Main e BEOS AG, Kurfürstendamm 188, 10707 Berlin.

Gran Bretagna: la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Svizzera:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Management SA, General-Guisan-Quai 40, 8022 Zürich. **Norvegia:** Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, 0161 Oslo. **Italia:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, via San Prospero 1, 20121 Milano. **Danimarca:** la presente pubblicazione è distribuita da Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.