

Settembre 2026

Punti chiave

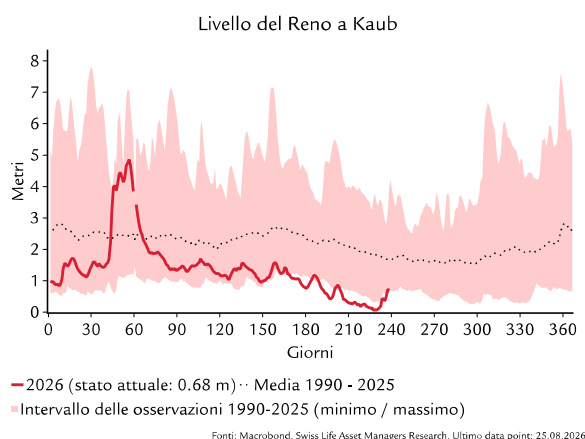
- Stati Uniti: l'aumento dei tassi a lungo termine riflette timori fiscali e grava sul mercato immobiliare p. 2
- Germania: crescita sostenuta da esportazioni inaspettatamente vigorose p. 3
- Francia: miglioramento del clima di fiducia nell'industria p. 3
- Svizzera: la crescita trimestrale più rapida dal 2021 p. 4
- Regno Unito: crescita del PIL sostenuta nel T2, ma rallentamento in vista p. 5
- Cina: al momento il boom high-tech non può compensare la debolezza dell'economia 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%	2,2%	↑	2,0%	2,2%	↑	3,3%	3,3%	↓	2,3%	2,3%	↓
Eurozona	0,8%	0,7%	↑	1,2%	1,2%		2,8%	↑	2,8%	↑	2,3%	↑
Germania	1,0%	0,8%	↑	1,3%	1,1%		2,7%	↑	2,7%	2,0%	↑	2,3%
Francia	0,7%	↓	0,6%	1,2%	0,9%		2,0%	↑	2,1%	1,6%	↑	1,8%
Italia	0,9%	0,7%	↑	0,8%	0,7%	↑	2,7%		2,8%	1,6%		2,1%
Spagna	2,4%	2,5%	↑	1,8%	1,9%		3,2%	↑	3,2%	1,8%		2,5%
Regno Unito	1,1%	↑	1,0%	↑	1,0%		3,0%		3,1%	2,1%		2,7%
Svizzera	1,9%	↑	1,1%		1,4%	↑	1,3%		0,4%	0,5%	↓	0,8%
Cina	4,5%	↓	4,6%	↓	4,7%		4,5%		0,8%	↓	1,0%	1,1%

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 13 agosto 2026

Grafico del mese



Nelle ultime settimane, in Europa ha fatto particolarmente caldo e le precipitazioni sono state scarse. A metà agosto, il livello del Reno alla stazione di misurazione di Kaub è sceso brevemente sotto i dieci centimetri, causando il blocco quasi totale del trasporto merci sul fiume. Ciò ha suscitato preoccupazioni in particolare per l'industria chimica tedesca, fortemente dipendente dal Reno per i trasporti, e ha fatto salire temporaneamente i prezzi dei carburanti. Nel frattempo, la situazione è un po' migliorata. Gli indici europei dei responsabili degli acquisti (PMI) per l'industria non segnalano tuttavia un rallentamento: ad agosto hanno infatti delineato un quadro solido, anche in Germania.

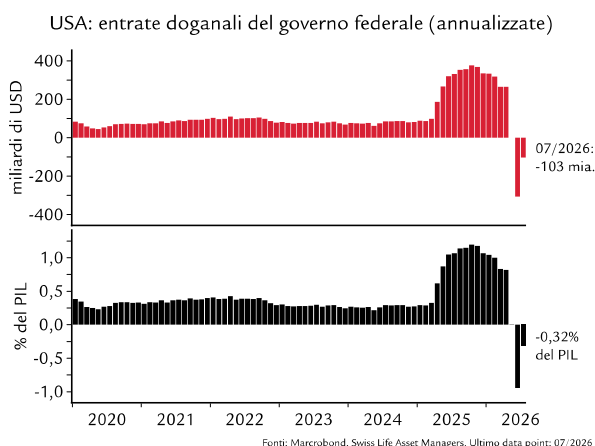
Stati Uniti

I timori fiscali sono aumentati

Anche se i tassi guida sono rimasti stabili, nel complesso negli Stati Uniti le condizioni finanziarie si sono leggermente allentate, anche grazie al boom del mercato azionario e, recentemente, all'indebolimento dell'USD. Fa eccezione l'aumento dei tassi a lungo termine, che quest'anno ha inasprito molto le condizioni finanziarie sul mercato ipotecario USA. Il tasso d'interesse di un'ipoteca trentennale, veicolo standard per il finanziamento di un immobile, è salito al 6,7%. I dati del mercato immobiliare USA restano quindi deboli e per il governo i tassi elevati sono anche un'ipoteca politica. Più che i timori inflazionistici, l'aumento dei tassi a lungo termine riflette i tassi d'interesse reali più elevati a causa della situazione fiscale precaria, motivo per cui la politica monetaria può fare ben poco. Il ministro delle finanze USA cerca di contenere i tassi a lungo termine mediante riacquisti di obbligazioni a lunga scadenza finanziati tramite l'emissione di obbligazioni a breve termine. Nel migliore dei casi, ciò crea sollievo nel breve periodo, ma non risolve il problema dei deficit strutturali. I rimborsi dei dazi riscossi indebitamente (cfr. grafico) aggravano temporaneamente la situazione fiscale. A nostro avviso, nemmeno le prossime elezioni di metà mandato offrono uno scenario politico realistico che inasprisca la politica fiscale, il che giustifica il premio di rischio dei titoli di Stato USA.

Atteggiamento attendista della banca centrale USA

A luglio l'inflazione primaria e quella di fondo sono ulteriormente scese, raggiungendo rispettivamente il 3,4% e il 2,5%. I valori superano l'obiettivo del 2% della banca centrale, ma la dinamica degli ultimi tre mesi è stata sufficientemente debole da indurre la Fed a lasciare invariati i tassi guida e ad attendere l'esito delle modifiche metodologiche dei dati sull'inflazione a opera dei gruppi di lavoro istituiti, nonché gli ulteriori sviluppi geopolitici.



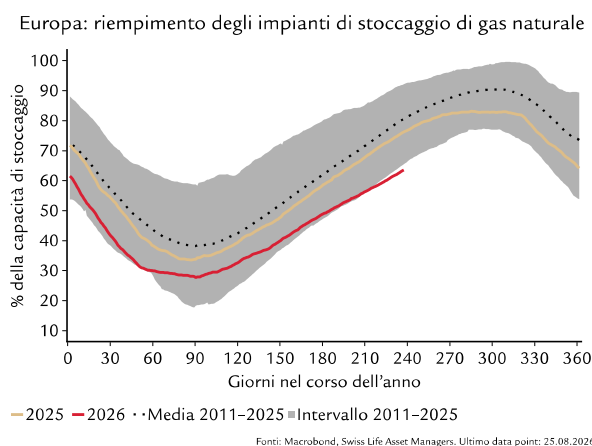
Eurozona

Prezzi del gas di nuovo in primo piano

La situazione energetica rimane tesa. A causa degli effetti della guerra in Iran e dell'inasprimento della concorrenza globale, le scorte europee di gas sono scese al livello estivo più basso in quasi vent'anni. Allo stesso tempo, i prezzi del gas sono nuovamente saliti. Ciò che conta ora è in che misura questo andamento inciderà sull'inflazione nell'eurozona. La componente energetica dell'indice d'inflazione dell'eurozona varia notevolmente da uno Stato membro all'altro, per quanto riguarda sia la velocità che l'entità del trasferimento del rincaro dell'energia. Ciò è dovuto alle differenze nel mix energetico, nelle condizioni quadro normative, nelle strutture tariffarie e negli interventi statali. In Spagna il rincaro del gas all'ingrosso si ripercuote quasi subito sui prezzi al consumo. Ecco perché a luglio il Paese ha registrato la più alta inflazione dell'energia tra le quattro maggiori economie dell'eurozona, pari al 10,1%. In Germania, invece, le variazioni dei prezzi si manifestano con un notevole ritardo, in quanto i fornitori spesso acquistano gas ed elettricità tramite contratti a termine dei precedenti 12-24 mesi. Alla luce del recente rincaro del gas, abbiamo rivisto leggermente al rialzo la nostra previsione per l'inflazione energetica e, di conseguenza, anche la previsione d'inflazione per quest'anno. Tuttavia, per il 2027 prevediamo ancora un'inflazione molto più bassa del consensus, in quanto non ci aspettiamo effetti di secondo impatto significativi.

L'industria segnala resilienza

Malgrado il rincaro dell'energia, l'indice PMI per l'industria non indica un deterioramento del sentiment. Al contrario, ad agosto è nettamente aumentato. Un altro aspetto positivo è che il miglioramento è su vasta scala e comprende diversi sottocomponenti.



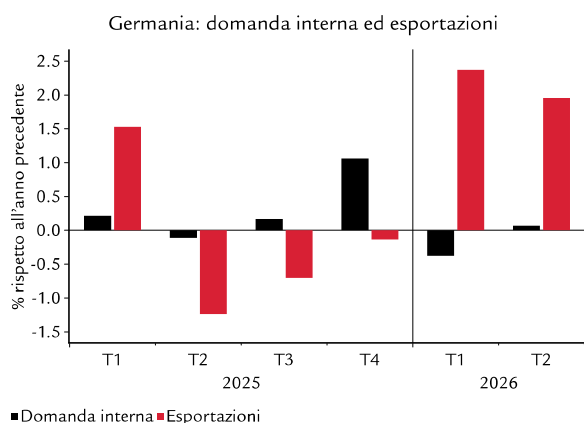
Germania

L'inattesa forza delle esportazioni stimola l'economia

La ripresa dell'economia tedesca prosegue. Di recente la crescita del T2 è stata rivista al rialzo allo 0,3%: per il terzo trimestre consecutivo l'economia tedesca ha quindi registrato una forte espansione, malgrado il rincaro dell'energia e l'incertezza geopolitica, ma vale la pena notare la composizione di questa crescita. All'inizio dell'anno ci aspettavamo che l'economia interna diventasse il principale driver di crescita grazie all'aumento dei salari reali, al calo dell'inflazione e alla stabilizzazione del settore edilizio. In effetti, gran parte dell'andamento della prima metà del 2026 deriva dagli affari con l'estero. In particolare, l'industria chimica e i produttori di apparecchiature elettriche sono riusciti ad aumentare la produzione. Le esportazioni hanno sorpreso in positivo, ma l'economia interna ha deluso. A causa della maggiore incertezza, i consumi privati hanno registrato un andamento modesto, malgrado l'aumento dei redditi. Ancora più evidente è la debolezza degli investimenti: gli investimenti in attrezzature sono diminuiti malgrado la crescita della produzione economica. Oltre ai rischi geopolitici, dovrebbero avere un ruolo anche i dubbi sulla competitività a medio termine della Germania. Pertanto, la ripresa dipende dalla domanda estera. La misura in cui gli impulsi delle esportazioni e degli investimenti statali influenzeranno in futuro anche i consumi e gli investimenti sarà determinante.

Prezzi del gas bassi, ma pressione sui prezzi in aumento

Dall'inizio della guerra in Iran, l'inflazione è stata trascinata quasi esclusivamente dal rincaro dei prodotti petroliferi, mentre i prezzi del gas sono persino leggermente scesi grazie ai contratti di acquisto a lungo termine. Con i serbatoi vuoti e lo Stretto di Hormuz ancora chiuso, anche in Germania nei prossimi mesi prevediamo un netto rincaro del gas, che accrescerà la pressione inflazionistica a medio termine.



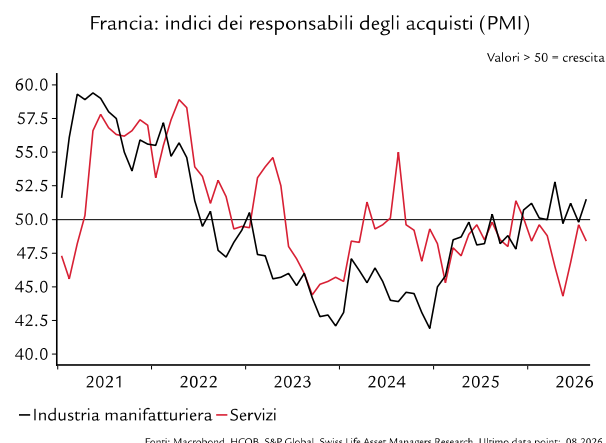
Francia

Risultati solidi delle indagini sull'industria

Le ripetute ondate di caldo delle ultime settimane e il minor numero di visitatori provenienti da Medio Oriente e Asia pesano sulle attività dei fornitori di servizi. Dall'inizio dell'anno, l'indice PMI del settore dei servizi è rimasto mese dopo mese sotto la soglia di crescita di 50 punti. Tuttavia, alla fine di un'estate complessa, le indagini sulla situazione dell'industria hanno riservato qualche sorpresa positiva. Sia il PMI dell'industria che l'indagine tra le imprese dell'istituto statistico Insee per agosto hanno segnalato un rialzo. I dati preliminari sul PMI indicano un miglioramento della domanda interna che prepara il terreno per una leggera accelerazione della dinamica economica nel T3, dal momento che la crescita debole nella prima metà dell'anno è ascrivibile perlopiù alla prudenza dell'industria. Ciò si riflette nel calo degli investimenti in attrezzature e nella riduzione delle scorte. A causa di questa moderazione, nella prima metà dell'anno il PIL francese ha ristagnato. Per il T3 e il T4 ci aspettiamo una crescita del PIL dello 0,3%, quindi la previsione di crescita per l'intero 2026 risulta leggermente superiore al consensus. Per il 2027 abbiamo presentato al sondaggio di Consensus Economics la previsione più ottimistica.

Inflazione sotto controllo

Anche se l'economia acquista un certo slancio, nei prossimi trimestri il tasso di crescita atteso rimane inferiore al potenziale a lungo termine dell'economia francese. A parte l'aumento dei prezzi dell'energia, ciò non comporta alcuna seria pressione inflazionistica. Da marzo 2027 il tasso d'inflazione scenderà nuovamente sotto il 2%.



Italia

Il mercato del lavoro acquista slancio

La storia di successo del mercato del lavoro italiano è proseguita nel primo semestre 2026. A maggio 2026 il tasso di disoccupazione ha raggiunto un nuovo minimo della storia italiana recente, pari al 5,3%. A giugno, è risalito al 5,7%, ma i dati sono piuttosto volatili e non vediamo alcun segnale che indichi un'interruzione della tendenza strutturale al ribasso che si protrae da molti anni. Il calo del tasso di disoccupazione è ascrivibile, a livello regionale, al Sud Italia; è ampiamente diffuso tra le diverse fasce d'età e, fortunatamente, non è il risultato di una minore partecipazione alla forza lavoro, bensì di un aumento dell'occupazione. In questo ambito, l'edilizia continua a distinguersi come motore della crescita occupazionale. Sul fronte degli investimenti si è verificato un cambio della dinamica trainante. Il boom degli investimenti nell'edilizia residenziale si era arrestato con la fine del programma Superbonus, che offriva incentivi fiscali per le ristrutturazioni, ma dalla fine del 2024 si è ripreso. Per contro, altre attività edilizie hanno subito un rallentamento, probabilmente per l'imminente conclusione del programma NextGenerationEU.

Spagna

Buon avvio del terzo trimestre

Dopo la forte crescita del T2, anche il T3 è iniziato in positivo. A luglio l'indice PMI dei servizi ha raggiunto uno dei massimi degli ultimi cinque anni e, a quota 58,3, è ben oltre la soglia di espansione di 50. Un fattore determinante è stato in particolare il forte aumento dei nuovi affari. Secondo il comunicato stampa, le aziende hanno assunto nuovo personale alla luce della forte domanda e delle prospettive commerciali positive. Anche l'indice PMI per l'industria ha guadagnato terreno a luglio, superando nuovamente la soglia di crescita e attestandosi a 50,2. L'aumento è stato tuttavia determinato soprattutto da un calo delle componenti relative ai prezzi, mentre gran parte dei sottoindici continua a indicare fondamentali deboli. Sia la produzione che i nuovi ordinativi hanno nuovamente registrato un calo. I partecipanti all'indagine hanno inoltre sottolineato la persistente ed elevata incertezza, che ha causato fluttuazioni nei prezzi e nelle catene di approvvigionamento. Per il 2026 continuiamo a prevedere per la Spagna una robusta crescita economica del 2,4%, sostenuta da consumi privati solidi e da entrate turistiche persistentemente elevate.

Svizzera

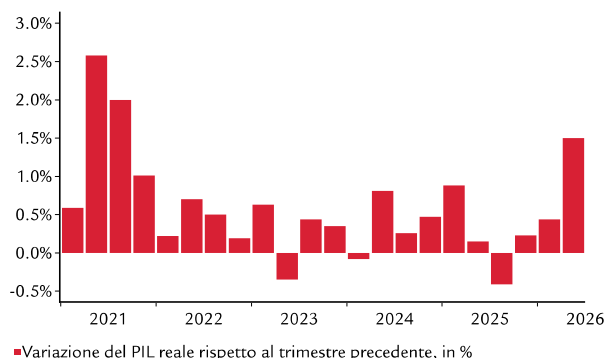
Crescita del PIL più sostenuta dal 2021

Secondo la stima rapida del PIL reale svizzero (Flash-PIL) della SECO (Segreteria di Stato dell'economia), nel T2 2026 l'economia svizzera dovrebbe essere cresciuta dell'1,5%: un'espansione molto più sostenuta del previsto. La stima della SECO è il risultato di statistiche sperimentali basate sui dati disponibili dal lato della produzione, quindi dà indicazioni sulla fonte della crescita, che va ricercata soprattutto nel forte aumento della produzione nei settori chimico e farmaceutico. Il 3 settembre, sulla base dei dati relativi alla domanda, sapremo dove è confluito l'aumento della produzione (consumo interno, esportazioni, investimenti o accumulo di scorte). Solo allora sarà possibile inquadrare meglio la qualità e la sostenibilità di questa spinta alla crescita. Occorre chiarire, ad esempio, se l'elevata produzione farmaceutica sia dovuta a recenti effetti di anticipazione, poiché le aziende temono eventuali misure doganali da parte degli USA. Quel che è certo è che la congiuntura interna continua a essere sostenuta dalla politica monetaria espansiva della BNS. Per ora i dati disponibili ci inducono a rivedere nettamente al rialzo le previsioni di crescita per l'intero 2026. Il ritmo sostenuto del T2 non potrà però essere mantenuto.

Ancora nessuna pressione inflazionistica

La recente crescita economica supera la nostra stima del potenziale di crescita dell'economia svizzera. Se la crescita della domanda interna dovesse proseguire a questo ritmo, ne conseguirebbe un surriscaldamento. In uno scenario del genere occorrerebbe tenere conto dei rischi di inflazione, ma continuiamo a non rilevarne. Finora non vi sono stati effetti di secondo impatto in risposta al rincaro dell'energia, né a livello dei produttori né a livello dei consumatori.

Svizzera: Flash PIL (stima rapida della crescita del PIL della SECO, rettificata per gli effetti degli eventi sportivi)



■ Variazione del PIL reale rispetto al trimestre precedente, in %

Fonti: SECO, Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Ultimo data point: 2026 T2

Regno Unito

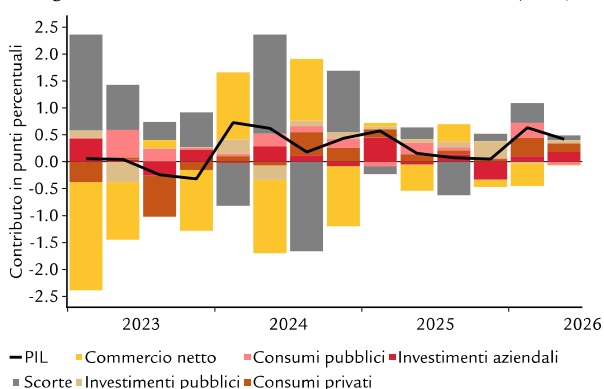
Il secondo trimestre ha sorpreso in positivo

Nel T2 l'economia britannica è cresciuta più di quanto ci aspettassimo. Rispetto al trimestre precedente, il PIL è aumentato dello 0,4%, trainato esclusivamente dal settore dei servizi, mentre la produzione industriale ha ristagnato. Quanto alla domanda, i consumi privati hanno fornito il contributo maggiore alla crescita. Al contempo, sono nettamente aumentati anche gli investimenti delle imprese. Particolarmente dinamici sono stati gli investimenti nelle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (ICT). Secondo l'Istituto nazionale di statistica, ciò è dovuto soprattutto a maggiori investimenti nell'hardware, il che potrebbe indicare un aumento degli investimenti nell'intelligenza artificiale. Alla luce dei dati positivi del T2, abbiamo leggermente rivisto al rialzo la nostra previsione di crescita del PIL per il 2026, portandola all'1,1%, ma per la seconda metà dell'anno prevediamo un rallentamento rispetto al primo semestre, poiché l'aumento dell'inflazione dovrebbe frenare i consumi privati. Al contempo, permangono rischi al rialzo per le nostre previsioni, sostenuti dal sentiment positivo nell'industria e nei servizi. Anche ad agosto gli indici PMI si sono attestati chiaramente in territorio espansivo.

L'inflazione potrebbe persistere

A luglio l'inflazione è salita come previsto, attestandosi però a quota 2,9%, leggermente al di sotto delle nostre stime. Rispetto a giugno, l'aumento è stato dovuto soprattutto al già annunciato innalzamento del tetto massimo dei prezzi dell'energia. Anche l'inflazione di fondo è salita, sulla scia del rincaro dei beni di base e dei servizi. Persiste soprattutto l'inflazione dei servizi. Per il resto dell'anno, ci aspettiamo un'inflazione intorno al 3%, alla luce del perdurare degli elevati prezzi dell'energia.

Regno Unito: contributi alla crescita trimestrale del PIL (reale)



Cina

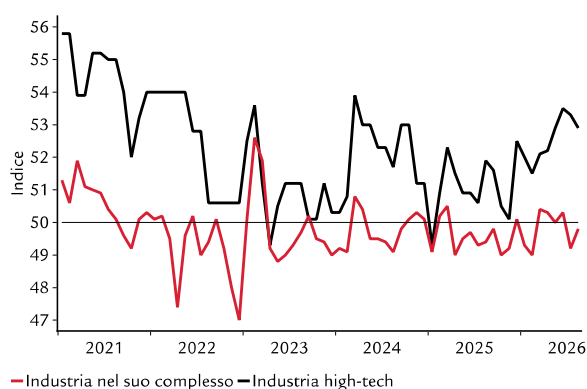
Dinamiche divergenti

L'economia cinese rimane a forma di K. La produzione nel settore high-tech è cresciuta di quasi il 17% a luglio, gli investimenti nei settori high-tech sono aumentati del 5% nei primi sette mesi dell'anno e le esportazioni hanno registrato un boom, ma il vigore del settore tecnologico non è sufficiente a compensare la debolezza del resto dell'economia. I dati di luglio su consumi, investimenti e produzione industriale sono stati deludenti su larga scala. Una pressione significativa viene dalla correzione in corso nel mercato immobiliare, a cui si aggiungono gli effetti delle interruzioni nell'approvvigionamento petrolifero causate dalla chiusura dello Stretto di Hormuz, che hanno portato a un minor utilizzo degli impianti di raffinazione e a un rallentamento degli investimenti nelle infrastrutture. Non ci aspettiamo una rapida inversione di tendenza, motivo per cui abbiamo rivisto al ribasso le nostre previsioni di crescita del PIL per quest'anno, portandole al 4,5%. Tuttavia, alcune aree di debolezza dovrebbero gradualmente stabilizzarsi. Da agosto, la Cina ha allentato le restrizioni alle esportazioni di prodotti petroliferi raffinati, il che dovrebbe favorire una ripresa della produzione delle raffinerie. Inoltre, alla luce della debole dinamica congiunturale, le autorità politiche promuovono l'utilizzo delle risorse fiscali residue, destinate soprattutto a progetti infrastrutturali. Gli effetti positivi dovrebbero manifestarsi a partire dal T4.

Permane la pressione disinflazionistica

Abbiamo rivisto al ribasso la nostra previsione d'inflazione per quest'anno, portandola allo 0,8%. Pur avendo un certo potere di determinazione dei prezzi, alcuni settori legati all'IA sono troppo piccoli per compensare le pressioni disinflazionistiche generalizzate derivanti dalla debolezza della domanda interna.

Cina: PMI dell'industria



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, 122 Rue La Boétie, F-75008 Paris. **Germania:** la presente pubblicazione è distribuita in Germania da Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-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.