

Novembre / dicembre 2025

Punti chiave

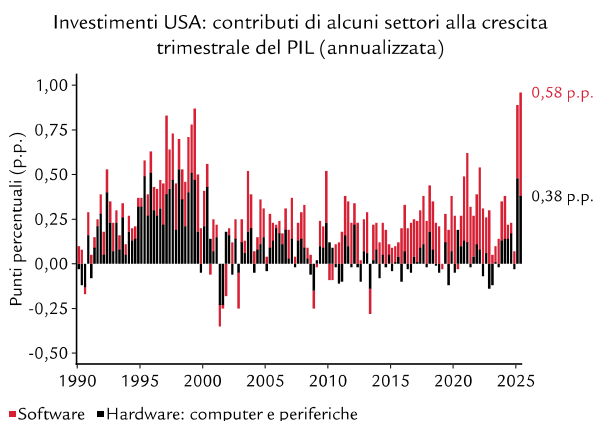
- Stati Uniti: ulteriore allentamento monetario malgrado il boom dell'IA e l'assenza di dati economici p. 2
- Germania: l'industria perde slancio, i pacchetti fiscali non hanno ancora effetto p. 3
- Francia: sentiment superiore alla media nell'industria, inflazione sotto la media p. 3
- Svizzera: previsto un ulteriore aumento della disoccupazione p. 4
- Regno Unito: più pressioni sul consolidamento nel bilancio autunnale per il margine fiscale ridotto p. 5
- Cina: la sua posizione solida costringe gli Stati Uniti a scendere a compromessi nella guerra dei dazi p. 5

Previsioni: un raffronto

	Crescita PIL 2025		Crescita PIL 2026		Inflazione 2025		Inflazione 2026	
	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus
Stati Uniti	1,7%	1,9% ↑	1,7% ↑	1,9% ↑	2,8%	2,8%	3,5%	2,8% ↑
Eurozona	1,3% ↑	1,3% ↑	1,0%	1,0% ↓	2,1%	2,1%	2,0%	1,8%
Germania	0,2% ↓	0,2%	1,2% ↓	1,2%	2,1% ↑	2,1%	2,0%	1,9%
Francia	0,7%	0,7% ↑	1,0%	0,9%	1,0% ↓	1,0% ↓	1,4% ↓	1,4% ↓
Italia	0,5%	0,5%	0,6%	0,7%	1,6%	1,7%	1,8%	1,6%
Spagna	2,7% ↑	2,7% ↑	1,7%	2,0% ↑	2,6%	2,5%	1,8%	1,9%
Regno Unito	1,4% ↑	1,3% ↑	1,2%	1,0%	3,3%	3,4%	2,3%	2,6%
Svizzera	1,4% ↑	1,3% ↑	1,0% ↓	1,1% ↓	0,2%	0,2%	0,5%	0,5% ↓
Cina	4,9% ↑	4,8%	4,2% ↑	4,3%	0,0%	0,0%	0,9%	0,6% ↓

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 16 ottobre 2025

Grafico del mese



La crescita economica USA non è più generalizzata: è fortemente trainata dal boom dell'IA. Nel primo semestre gli investimenti in hardware e software hanno raggiunto livelli record, contribuendo alla crescita USA per più del 50%. Particolarmente rilevanti sono gli investimenti nel software, poiché l'hardware è perlopiù importato. A ciò si aggiungono il boom edilizio dei data center e la solidità dei consumi privati, sostenuti soprattutto dalle economie domestiche più abbienti e dal calo della quota di risparmio; gli effetti patrimoniali del boom azionario trainato dall'IA hanno probabilmente un ruolo significativo.

Stati Uniti

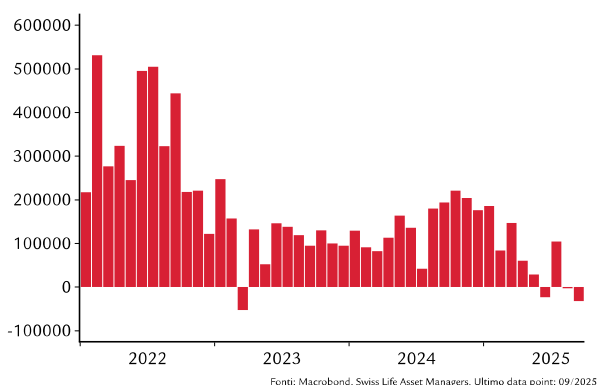
Enti pubblici chiusi, dati mancanti

Come se la guerra commerciale non fosse abbastanza, il «government shutdown» USA fa aumentare l'incertezza sulle politiche economiche. Mentre scriviamo, non si sa ancora quando si concluderà, ma secondo i mercati predittivi e numerosi osservatori politici a novembre si potrebbe intravedere una soluzione ai problemi di bilancio. Un'analisi dell'ultimo shutdown di 35 giorni del 2018 suggerisce che nel T4 la spesa pubblica potrebbe frenare la crescita del PIL e che la crescita dei consumi privati sarà più debole. Questi effetti si invertiranno nel T1 2026, se per allora lo shutdown si sarà effettivamente concluso. Per via della chiusura, non sono stati pubblicati dati ufficiali ad eccezione di quelli sull'inflazione e il quadro resterà distorto ancora per qualche tempo a causa dell'assenza o della scarsa qualità delle rilevazioni e dei conseguenti problemi di destagionalizzazione. I dati pubblicati da fonti private mostrano un'attività economica solida: gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) sono in chiara espansione, mentre il mercato del lavoro è in stallo. Secondo la società di gestione di buste paga ADP, a settembre nel settore privato si è registrata una perdita di posti di lavoro e i consumatori restano pessimisti riguardo all'occupazione.

Avanti tutta malgrado la scarsa visibilità

Malgrado la scarsa visibilità, i dati disponibili sul mercato del lavoro dovrebbero essere sufficienti alla Fed per un altro taglio dei tassi. Un ulteriore apporto giunge dai dati sull'inflazione di settembre, leggermente inferiori alle attese, anche se l'inflazione primaria e quella di fondo, pari al 3,0%, resta superiore all'obiettivo del 2%. L'inflazione dei servizi è diminuita, ma i prezzi dei beni hanno continuato a salire a causa dei dazi. Continuiamo a ritenere che l'inflazione dovuta ai dazi per il 2026 sia sottostimata e manteniamo la nostra previsione d'inflazione al 3,5%.

ADP: variazione mensile dei posti di lavoro nel settore privato USA (non agricolo)



Eurozona

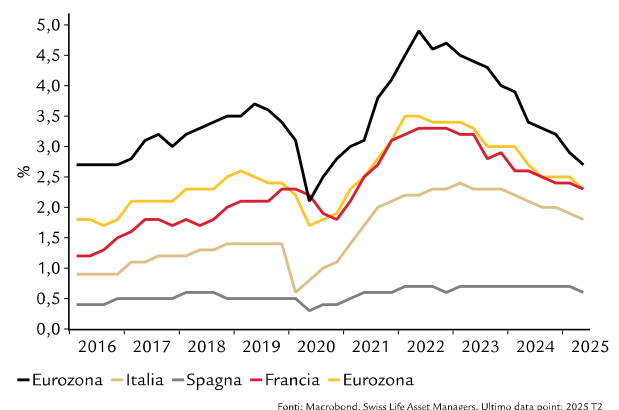
Il sentiment continua a migliorare

Il settore industriale europeo continua a non mostrare segni di grave debolezza, anzi. A ottobre l'indice PMI dell'industria ha registrato un inatteso lieve miglioramento, raggiungendo i 50 punti. Particolarmente incoraggiante è la situazione dei nuovi ordinativi, che è tornata a migliorare. Anche nel settore dei servizi perdura l'ottimismo: a ottobre il PMI è salito a 52,6 punti, sostenuto da un netto aumento in Germania. La pubblicazione dei dati sul PIL del T3, ancora in sospeso mentre scriviamo, farà ulteriore chiarezza sulla capacità di tenuta dell'economia europea allo shock dei dazi. L'attenzione continua a concentrarsi sulla politica fiscale: in autunno gli Stati membri dell'UE presenteranno le loro bozze di bilancio per il prossimo anno. L'elenco non è ancora completo, ma le previsioni finora pubblicate indicano una certa convergenza dei tassi di indebitamento. Se ciò dovesse essere confermato, nel 2026 la Grecia potrebbe raggiungere un rapporto debito/PIL simile a quello dell'Italia.

La pressione salariale diminuisce

Il mercato del lavoro rimane un fattore determinante per le prospettive d'inflazione. La situazione occupazionale appare solida, ma vi sono crescenti segnali di un graduale deterioramento. Il tasso di posti vacanti, ossia il rapporto tra i posti vacanti e i posti di lavoro totali (cfr. grafico), ha continuato a migliorare, ma rimane nettamente superiore ai livelli pre-pandemia. Insieme a indicatori come il wage tracker della Banca centrale europea, che suggerisce un indebolimento, si moltiplicano i segnali di un calo della pressione salariale. Ciò dovrebbe avere un effetto particolarmente positivo sull'inflazione dei servizi, una componente dei prezzi particolarmente sensibile ai salari.

Eurozona: tasso di offerta di posti di lavoro



Germania

In attesa degli stimoli fiscali

Nell'autunno 2025, l'economia tedesca continua a dover fare i conti con l'incertezza e con una dinamica industriale debole. Gli effetti negativi dei dazi trovano riscontro nei dati sulla produzione di agosto, mese in cui sono crollati anche i nuovi ordinativi dall'estero, che dal 2023 avevano avuto un effetto stabilizzante. Pur essendo aumentati, gli ordinativi interni non sono riusciti a compensare la debolezza del settore delle esportazioni (cfr. grafico).

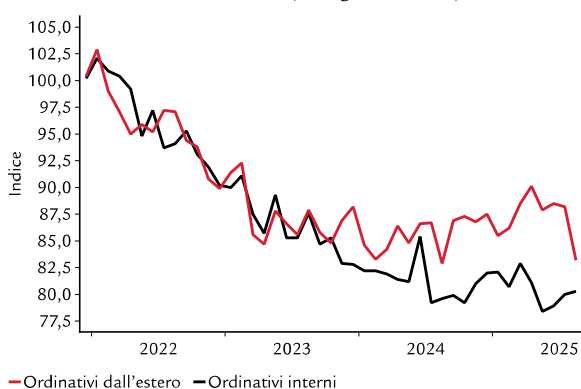
Con il bilancio approvato a fine settembre, il governo ha avviato una delle più ampie espansioni fiscali degli ultimi decenni. Soprattutto gli ordinativi nel settore della difesa fanno presagire una rapida espansione e dovrebbero rafforzare i fornitori europei e i settori high tech: una sorpresa positiva che aumenta il moltiplicatore. Nel settore delle infrastrutture, inizialmente l'attenzione si concentrerà sulla ristrutturazione di strade e ferrovie esistenti, che è più rapida da realizzare rispetto alle nuove costruzioni. La rapidità di attuazione dipenderà in larga misura da agevolazioni normative ancora incerte.

Nel complesso, i primi impulsi tangibili dall'espansione fiscale dovrebbero essere visibili a partire dal T4 2025, ma per ora rimangono limitati anche alla luce della dinamica industriale debole. Le sfide strutturali per la produttività e la competitività permangono, e i pacchetti fiscali potrebbero non essere sufficienti per affrontarle.

Prezzi dei beni stabili, prezzi dei servizi in aumento

L'inflazione mostra una netta spaccatura: i prezzi dell'energia e dei beni sono costanti, mentre quelli di servizi e generi alimentari continuano a salire. Il fattore principale è l'aumento del costo del lavoro nel settore dei servizi. Alla luce di ciò, abbiamo leggermente rivisto al rialzo la nostra previsione per il 2025, ma non ci aspettiamo un incremento duraturo dell'inflazione.

Germania: nuovi ordinativi (escl. grandi ordini), industria



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo data point: 08/2025

Francia

Sentiment superiore alla media nell'industria

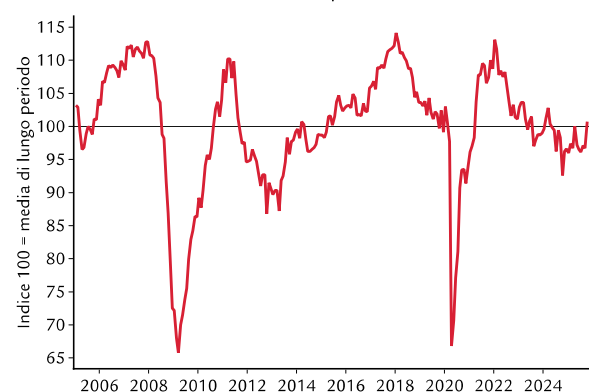
Malgrado l'incertezza sulla politica fiscale e sul futuro della riforma pensionistica, il settore privato francese mostra una sorprendente tenuta. All'inizio del T4 2025, gli ultimi dati sulla fiducia delle imprese e dei consumatori mostrano un miglioramento. In particolare, il settore delle costruzioni continua a beneficiare dell'impulso ciclico proveniente dal precedente allentamento monetario della BCE. Se la politica monetaria fosse calibrata in base alla situazione francese e al tasso d'inflazione inferiore alla media, potrebbe essere persino leggermente più espansiva.

Nel commercio estero si delinea una tendenza positiva: secondo un'indagine condotta tra i responsabili degli acquisti dell'industria, gli ordinativi dall'estero si sono stabilizzati. Come prevedevamo da tempo per via del calo dei tassi d'interesse, sembra essere iniziato il ritiro dei risparmi dal «Livret A», un prodotto con agevolazioni fiscali. A settembre si è registrato il più forte deflusso mensile di fondi da questo strumento di risparmio degli ultimi 15 anni, per un importo che su base annua è pari a circa lo 0,9% del prodotto interno lordo francese. Se questi fondi saranno destinati almeno in parte al consumo, l'impulso per la domanda interna sarà notevole.

Tasso d'inflazione inferiore alla media

A settembre, il tasso d'inflazione della Francia, pari all'1,1%, era la metà di quello dell'intera eurozona. Escludendo i prezzi volatili di energia, generi alimentari, alcol e tabacco, il tasso d'inflazione è dell'1,5%. Solo a Cipro si registra un'inflazione di fondo ancora più bassa. Anche per il 2026 prevediamo un'inflazione dell'1,4%, inferiore alla media nel confronto tra Paesi, in linea con il consensus. Per l'eurozona al momento ci aspettiamo un tasso d'inflazione del 2,0%.

Francia: fiducia delle imprese nell'industria



Fonti: Insee, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo data point: 10/2025

Italia

Ulteriore consolidamento fiscale nel 2026

La bozza della legge di bilancio che l'Italia ha presentato alla Commissione europea prevede un ulteriore consolidamento fiscale. L'Italia è già riuscita a tornare a un avanzo primario (avanzo di bilancio al netto degli interessi passivi) nel 2024 e prevede di incrementarlo ulteriormente negli anni dal 2026 al 2028. Tuttavia, gli interessi passivi, pari a circa il 3% del prodotto interno lordo, gravano pesantemente sul bilancio e la crescita economica nel 2025 e nel 2026 dovrebbe essere contenuta, intorno allo 0,5-0,6%, pertanto il debito lordo dell'Italia in percentuale del PIL aumenterà leggermente. A complicare la situazione si aggiunge il fatto che il programma NextGenerationEU, dal quale l'Italia ha tratto enormi benefici, scadrà nel 2026 e l'ultimo pagamento da Bruxelles arriverà al più tardi a fine dicembre 2026. Malgrado il venir meno di alcuni impulsi positivi, l'economia interna si conferma solida. Gli indici PMI indicano ancora un'espansione e un aumento dell'occupazione nei servizi. Il ciclo positivo di calo della disoccupazione e aumento dei consumi dovrebbe quindi continuare.

Spagna

Nessuna bozza di bilancio in vista

Nonostante il termine ufficiale nazionale sia scaduto il 30 settembre, il governo spagnolo non ha ancora approvato una bozza di bilancio per il 2026. Il motivo è che il governo di minoranza spagnolo guidato dal Primo Ministro Pedro Sánchez fatica a ottenere voti sufficienti nella Camera bassa, che è molto frammentata. I vari alleati hanno molteplici richieste. La situazione è stata ulteriormente complicata dalla decisione del partito separatista catalano di ritirare il proprio sostegno al governo Sánchez, che si è ulteriormente indebolito. La costituzione spagnola prevede che, in caso di mancata presentazione di una bozza di bilancio, il bilancio dell'anno precedente venga automaticamente prorogato fino all'approvazione di quello nuovo, come accade ormai dal 2023. Ciò significa che il governo di Pedro Sánchez opera ancora sulla base del bilancio di due anni fa. Anche le minacce del Presidente USA Trump riguardo al mancato rispetto dell'obiettivo della NATO in materia di spesa per la difesa da parte della Spagna si sono fatte più pressanti, complicando ulteriormente la situazione politica.

Svizzera

Deterioramento del mercato del lavoro

L'incertezza sui dazi USA continua a penalizzare gran parte dell'economia delle esportazioni. Secondo alcuni rapporti della Banca nazionale svizzera (BNS), circa un quinto delle aziende intervistate dichiara di risentirne. Queste aziende operano principalmente nell'industria meccanica, elettrica e metallurgica (industria MEM) e nell'industria orologiera.

Un sondaggio separato condotto dal Centro di ricerca congiunturale del Politecnico federale di Zurigo mostra che tre mesi dopo l'annuncio dei dazi del 39% le imprese continuano a mostrarsi caute nell'ordinare prodotti semilavorati. Ciò ci sembra indice di pessimismo per quanto riguarda i nuovi ordinativi della Svizzera. Nei prossimi mesi le difficili condizioni economiche globali lasceranno tracce sempre più evidenti anche sui dati relativi al mercato del lavoro.

Dopo il minimo dell'1,9% di marzo 2023, a settembre 2025 il tasso di disoccupazione è salito al 3,0%. Dobbiamo supporre che da agosto un numero crescente di aziende abbia fatto ricorso al lavoro ridotto. I dati ufficiali per il periodo a partire da agosto saranno disponibili solo a dicembre. Prevediamo un ulteriore aumento della disoccupazione dopo fine anno.

Tasso d'inflazione nuovamente positivo da giugno

I timori di una nuova fase deflazionistica non si sono concretizzati. Come altrove, i prezzi dei servizi aumentano in misura superiore alla media. Nella sintesi della sua discussione sulla valutazione della situazione monetaria recentemente pubblicata, la BNS sottolinea che i prezzi dei servizi turistici stanno salendo notevolmente. Prevediamo un graduale aumento del rincaro annuo nei prossimi trimestri. Se nel T3 2025 era ancora dello 0,2% in media, nel T4 2026 sarà dello 0,6%.



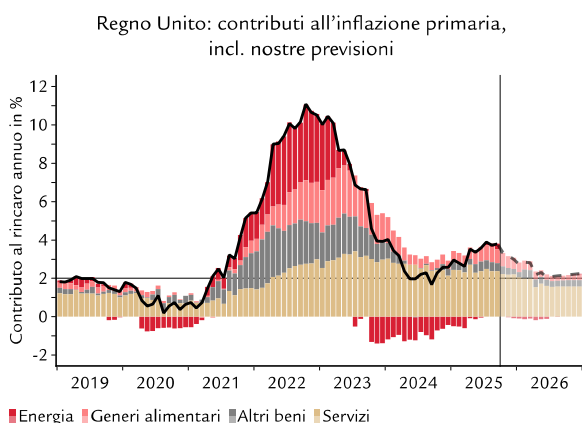
Regno Unito

Il bilancio autunnale è in arrivo

Dall'economia britannica continuano a giungere segnali contrastanti. Come previsto, ad agosto il PIL mensile è cresciuto dello 0,1%, sostenuto da una forte ripresa della produzione industriale. Sebbene gli indici PMI di settembre indichino una conclusione deludente del T3, i dati provvisori per ottobre segnalano un miglioramento del sentiment all'inizio del T4, in particolare nell'industria. Tuttavia, a novembre l'attenzione si concentrerà sulla politica fiscale: il 26 novembre 2025 la Ministra del Tesoro Reeves presenterà il bilancio autunnale. Il margine di manovra fiscale è storicamente basso, pari ad appena GBP 9,9 miliardi, e si è drasticamente ridotto a causa dell'aumento dei rendimenti obbligazionari, della revoca dei tagli alla spesa sociale e delle ipotesi di crescita e produttività potenzialmente più basse dell'Office for Budget Responsibility. Un consolidamento fiscale sarà quindi inevitabile nel bilancio autunnale. Ci aspettiamo che il margine di manovra fiscale venga ripristinato attraverso una combinazione di tagli alla spesa e moderati aumenti delle imposte. A seconda della portata e dei tempi di attuazione, tali misure potrebbero avere un impatto leggermente negativo sulla crescita del PIL nel 2026.

L'inflazione sembra aver raggiunto il picco

Come da noi previsto, a settembre l'inflazione si è attestata al 3,8%, sorpendendo negativamente il mercato. Ciò ha portato a una netta revisione delle aspettative di mercato riguardo al ciclo di tagli dei tassi della Bank of England. Ora il mercato si aspetta due tagli e mezzo, una previsione più in linea con la nostra, di tre ulteriori tagli dei tassi entro metà 2026. È inoltre incoraggiante che il calo dell'inflazione dei servizi a settembre sia stato relativamente generalizzato.



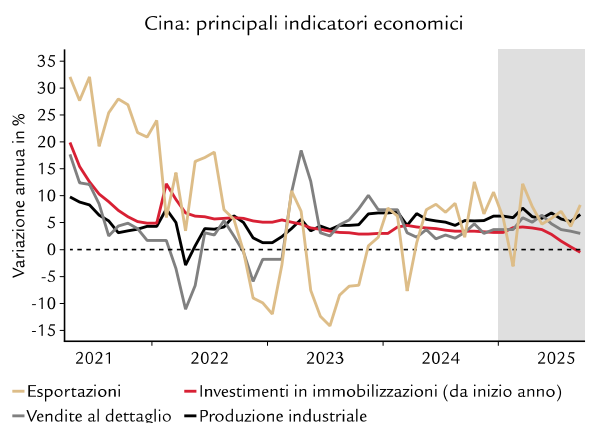
Cina

Posizione ancora forte nella guerra commerciale

Nel T3 2025 l'economia cinese è cresciuta del 4,8% rispetto all'anno precedente, in linea con le nostre aspettative. Malgrado gli investimenti e i consumi deludenti, la Cina mostra un notevole vigore nel settore delle esportazioni. A settembre, queste ultime sono aumentate di oltre l'8% rispetto all'anno precedente, nonostante il dazio USA del 40%. Inoltre, la produzione industriale nel settore high tech è in netta accelerazione. Di recente, il quarto Plenum della leadership comunista ha confermato che la Cina continuerà a puntare sull'espansione nel settore high tech. Già oggi il Paese è leader in vari settori, in particolare in quello delle terre rare. La Cina ha iniziato a investire strategicamente nella loro estrazione e lavorazione già negli anni '80, sotto Deng Xiaoping, e oggi, contando una miniera controllata in Myanmar, possiede il 98% delle riserve mondiali di terre rare pesanti, componenti fondamentali per l'industria della difesa e per i magneti ad alte prestazioni. Inoltre, il Paese controlla il 90% della capacità di lavorazione globale. Non possiamo escludere un'escalation temporanea della guerra commerciale, ma la posizione forte della Cina dimostra che gli Stati Uniti non possono puntare a un disaccoppiamento completo nel breve termine, ma devono cercare un compromesso.

Calo della pressione deflazionistica

A settembre l'inflazione dei prezzi alla produzione e al consumo è rimasta negativa su base annua, ma la deflazione si è attenuata. La cosiddetta campagna «anti-involution» contro l'eccessiva concorrenza sui prezzi ha contribuito alla stabilizzazione dei prezzi alla produzione. I prezzi al consumo sono scesi soprattutto sulla scia del calo dei prezzi dei generi alimentari. Tuttavia, al netto di questa componente, l'inflazione di fondo è rimasta positiva, all'1%.



Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
in @marc_brütsch



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.K.