

Febbraio 2026

Punti chiave

- USA: mercato del lavoro debole ma consumi privati forti? La quota di risparmio più bassa è uno dei motivi P. 2
- Germania: la politica fiscale trainerà la crescita nel 2026, ma l'attuazione rimane la principale incertezza P. 3
- Francia: tregua per la politica interna P. 3
- Svizzera: l'inflazione si allontana nuovamente dallo zero P. 4
- Regno Unito: il raffreddamento del mercato del lavoro fa scendere l'inflazione nei servizi P. 5
- Cina: permane un'economia a due velocità – domanda interna debole, esportazioni solide P. 5

Previsioni: un raffronto

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

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 16 gennaio 2026

Grafico del mese



La Cina è diventata il secondo sviluppatore mondiale di nuovi farmaci. Finora prevale un modello semplice: le aziende cinesi concedono in licenza i loro principi attivi alle aziende farmaceutiche globali. Entrambe le parti ne traggono vantaggio: la Cina beneficia del know-how in marketing e regolamentazione, le multinazionali dell'innovazione cinese. Tuttavia, la Cina aspira a coprire l'intera catena del valore e a diventare un operatore globale. Secondo gli esperti, questo processo durerà ancora per anni, ma la concorrenza è in arrivo e rappresenta una sfida crescente per la Svizzera, la cui dinamica delle esportazioni dipende in larga misura dal settore farmaceutico (cfr. grafico del mese).

Stati Uniti

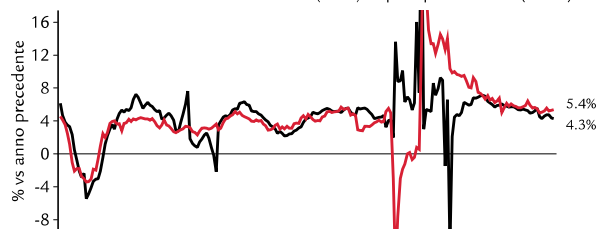
La nebbia si dirada

Dopo il più lungo «shutdown» della storia, il quadro dei dati per la seconda metà del 2025 si è consolidato. Nel complesso, i dati sul PIL del T3 e i dati sull'attività del T4 hanno sorpreso in positivo. Quest'anno l'economia USA godrà quindi di un notevole slancio iniziale, motivo per cui abbiamo rivisto al rialzo la previsione sul PIL del 2026. Tuttavia, a causa della debolezza del mercato del lavoro, i consumi privati sostenuti poggiano su basi meno solide, il che si spiega tra l'altro con il calo della quota di risparmio (pari ad appena il 3,5% a novembre). A fine anno l'inflazione è scesa al 2,7%, ma fino a marzo 2026 resterà troppo bassa a causa delle ipotesi dubbie sull'inflazione dei costi di abitazione (dati mancanti durante lo shutdown). Inoltre, riteniamo che i mercati sottovalutino la pressione inflazionistica dovuta ai dazi per il 2026. Pertanto, la crisi del potere d'acquisto rimane la priorità tra l'elettorato. Il governo statunitense è quindi molto poco propenso a rilanciare la guerra commerciale prima delle «elezioni di metà mandato», il che probabilmente ha contribuito al dietrofront per quanto riguarda il conflitto sulla Groenlandia. Nel 2026 la politica fiscale è già espansiva per via dell'«One Big Beautiful Bill». Ora il governo cerca di affrontare la questione del potere d'acquisto attraverso misure populiste come un limite massimo ai tassi delle carte di credito, interventi sul mercato degli immobili residenziali e pressioni sulla banca centrale. Tuttavia, si tratta di misure a breve termine con effetti secondari problematici dal punto di vista economico.

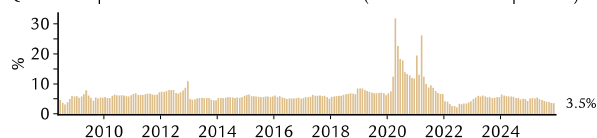
2027: la crescita torna al livello potenziale

In questa edizione di Prospettive presentiamo per la prima volta le nostre previsioni per il 2027. Per gli USA prevediamo una crescita del PIL del 2%, pari alla crescita potenziale. A differenza del 2026, non prevediamo stimoli fiscali e monetari, ma probabilmente lo shock dei dazi sarà già assorbito. Di conseguenza, anche l'inflazione tornerà gradualmente all'obiettivo del 2%.

Reddito delle economie domestiche USA (nero) e spese per consumi (rosso)



Quota di risparmio delle economie domestiche (in % del reddito disponibile)



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo data point: T1 2025

Eurozona

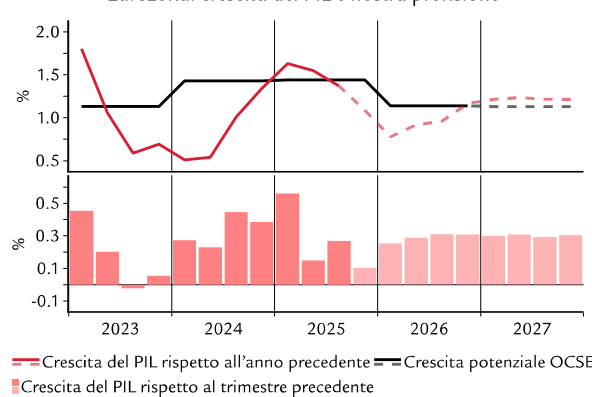
2027: non uno scoglio fiscale, ma una rampa fiscale

Nonostante le ultime tensioni geopolitiche, l'economia europea ha iniziato il nuovo anno con ottimismo, almeno per quanto riguarda gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI). Il PMI dell'economia nel suo complesso è rimasto invariato a 51,5 punti. Se diamo un primo sguardo al 2027, possiamo vedere che diversi temi avranno un impatto determinante sulle prospettive di crescita dell'eurozona nel suo insieme. Ci aspettiamo che nel 2027 la crescita sarà trainata soprattutto dalla politica fiscale, mentre la politica monetaria dovrebbe essere pressoché neutrale. Nel 2027 la politica fiscale dovrebbe diventare ancora più accomodante che nel 2026 soprattutto in Germania, con un tasso di crescita superiore al livello potenziale. Per la Francia e i Paesi meridionali dell'eurozona prevediamo invece un inasprimento della politica fiscale. Soprattutto la fine del programma NGEU (NextGenerationEU) rappresenterà un ostacolo per i Paesi meridionali dell'eurozona. Negli ultimi anni, soprattutto l'Italia e la Spagna hanno beneficiato notevolmente dei fondi dell'UE. Nel 2027, però, l'erogazione di fondi non dovrebbe cessare improvvisamente, bensì diminuire in modo graduale. Eventuali progetti dovranno essere trasmessi entro agosto 2026, ma i versamenti potranno essere effettuati fino a fine anno. Nel 2027, quindi, dovrebbe essere versata una parte significativa dei fondi in sospeso, attenuando in parte l'impatto. Pertanto ci aspettiamo che, più che uno «scoglio fiscale», la fine del programma NGEU sia una «rampa fiscale», per cui la politica fiscale dovrebbe diventare meno restrittiva di quanto suggeriscano le prime pagine dei giornali.

Inflazione sotto controllo

Sul fronte dell'inflazione, nel 2027 prevediamo poche turbolenze. Ci aspettiamo che l'inflazione nei quattro maggiori Paesi dell'eurozona rimanga leggermente sotto il 2%.

Eurozona: crescita del PIL e nostra previsione



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo data point: T4 2027

Germania

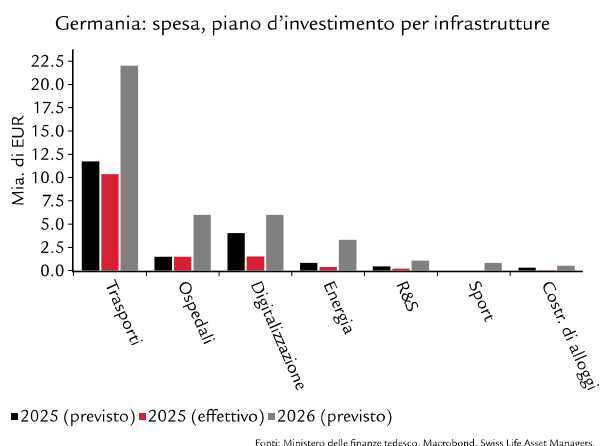
La politica fiscale come motore della crescita

L'economia tedesca inizierà il 2026 in un contesto difficile. Senza stimoli del governo, la dinamica economica sarebbe molto debole. Le prospettive sono quindi ampiamente dettate dall'espansione fiscale, la cui realizzazione, velocità ed efficacia restano tuttavia incerte. Le uscite dal piano infrastrutturale sono aumentate notevolmente nel 2025 e dovrebbero incrementare ancora nel 2026. Inoltre, le differenze tra spese effettive e previste delineano un quadro eterogeneo (cfr. grafico). Per i trasporti i fondi disponibili sono stati impegnati rapidamente, perché i progetti ci sono e si concentrano sulla manutenzione. In settori più complessi come le infrastrutture energetiche, la ricerca e la digitalizzazione, invece, la richiesta è rimasta ben al di sotto di quanto pianificato, a suggerire requisiti più elevati in termini di progetti, autorizzazioni e coordinamento. L'impulso fiscale di questi investimenti importanti in termini strutturali dipende quindi fortemente dalla loro attuazione pratica. Il fattore decisivo non è l'andamento del disavanzo, bensì un'esecuzione efficiente e coordinata che permetta di impartire rapidamente ordini concreti e di avviare processi di produzione.

Gli Stati e la spesa per la difesa sono ulteriori driver di crescita. Tuttavia, ciò accresce anche la pressione sulle risorse e sul settore edile. Di conseguenza, aumenta il rischio che i programmi entrino in competizione per accaparrarsi risorse limitate e che la pressione sui prezzi cresca. Sul piano politico e finanziario sono state poste le basi dell'espansione fiscale, ma la concretizzazione di questo piano ambizioso nell'economia reale si fa ancora attendere.

2027: la politica fiscale rimane determinante

L'economia continuerà ad essere influenzata dalla politica fiscale anche dopo il 2026, e la crescita così ottenuta si tradurrà in effetti di secondo impatto. Per la crescita del PIL, ci aspettiamo quindi un'accelerazione dallo 0,9% (2026) all'1,3% (2027).



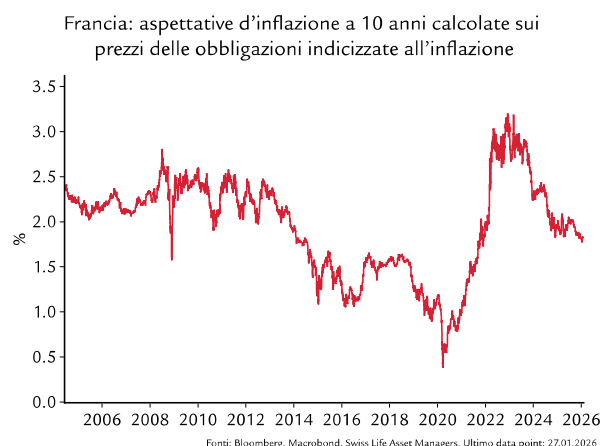
Francia

Previsione di crescita superiore al consensus

È prevedibile che il Primo Ministro Lecornu possa far adottare il bilancio ricorrendo all'articolo 49.3. Per la politica interna sembra profilarsi una tregua. Dopo le elezioni comunali di marzo, l'agenda politica si concentrerà definitivamente sulle elezioni presidenziali del 2027. Malgrado la persistente instabilità politica interna degli ultimi due anni, la ripresa ciclica continua a prendere forma: all'inizio dell'anno il sentiment nell'industria è ulteriormente migliorato. Secondo un sondaggio dell'Insee, l'Istituto nazionale di statistica, la fiducia in questo settore è ai massimi da luglio 2022. Recentemente anche la fiducia dei consumatori è migliorata, soprattutto grazie alla valutazione più ottimista delle future prospettive occupazionali. In tempi di elevata incertezza geopolitica e di diffuso scetticismo sulla ripresa economica nel nucleo dell'Europa, è opportuno menzionare un rischio al rialzo per le previsioni: da settembre 2025 si sta delineando un processo di risparmio moderato delle economie domestiche. Un'accelerazione di questa dinamica potrebbe sostenere i consumi privati più di quanto previsto dal nostro scenario di base.

I timori inflazionistici passano in secondo piano

Le misure note delle aspettative d'inflazione degli operatori economici indicano un allentamento su tutta la linea. Il tasso d'inflazione di pareggio, calcolato dai prezzi delle obbligazioni decennali indicizzate all'inflazione, è attualmente pari all'1,8%. Dalle indagini presso i consumatori emergono da mesi aspettative d'inflazione stabili in media del 2% nei prossimi tre anni. La prima previsione del consensus disponibile per il 2027 si attesta all'1,6%. Come mostra la tabella delle previsioni a pagina 1, le nostre aspettative d'inflazione per il 2026 e il 2027 sono leggermente inferiori al consensus.



Italia

Le esportazioni verso gli USA si sono normalizzate

L'andamento dell'economia italiana resta solido. Secondo l'indagine tra le imprese dell'Istat, l'Istituto italiano di statistica, nel secondo semestre 2025 il sentiment è migliorato in tutti i settori, eccetto in quello edilizio, e nell'industria è risalito da livelli molto bassi. È interessante notare che nel settore delle esportazioni il problema non sono gli Stati Uniti – dopo un calo, nella media mobile a 12 mesi le esportazioni sono tornate a livelli record già in ottobre – ma la Germania: le esportazioni mostrano ancora scarsi segni di ripresa. Nel 2026 la situazione dovrebbe cambiare con il pacchetto fiscale tedesco e l'industria degli armamenti italiana potrebbe trarne particolare vantaggio. Intanto, l'economia interna si conferma solida e il mercato del lavoro resta in buona forma. Tuttavia, nel 2027 prevediamo un rallentamento dell'economia, perché nel 2026 giungerà al termine il programma NextGenerationEU, di cui l'Italia è stata la principale beneficiaria. Ciononostante, dal momento che i fondi ricevuti e i progetti finanziati avranno effetti sull'economia anche nel 2027, non si tratta di uno «scoglio fiscale», bensì di un ostacolo per l'economia moderato e continuo.

Spagna

2027: sostegno fiscale insufficiente

La situazione politica in Spagna rimane complessa. Di conseguenza, le speranze di un rapido accordo sul bilancio rimangono modeste, in quanto il governo di minoranza guidato da Pedro Sánchez non dispone della maggioranza parlamentare necessaria. Soprattutto alla luce del fatto che il programma NGEU giungerà al termine nell'estate 2026 (cfr. testo sull'eurozona), la Spagna dipenderebbe in misura crescente dal sostegno della politica fiscale nazionale per compensare almeno in parte il venir meno di questi stimoli. Tuttavia, tale scenario presupporrebbe nuove elezioni anticipate. Al momento non riteniamo che ciò accadrà. Ci aspettiamo invece che un sostanziale stimolo fiscale giungerà solo dopo le prossime elezioni nazionali regolari. Queste ultime dovranno essere indette al più tardi nell'agosto 2027, il che implica che si potrà tornare a un orientamento della politica fiscale più attivo solo con il bilancio per il 2028. Con il venir meno del sostegno fiscale, per il 2027 prevediamo un tasso di crescita del PIL spagnolo dell'1,8%, leggermente inferiore al livello potenziale e alla crescita attesa per il 2026.

Svizzera

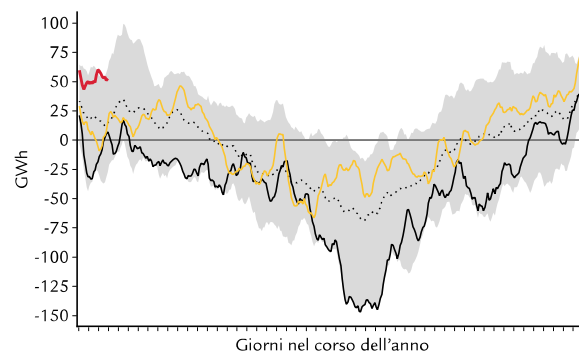
Importazioni di elettricità insolitamente elevate

Da novembre le tensioni sui dazi con gli Stati Uniti si sono attenuate. Il netto miglioramento della fiducia dei consumatori fa presagire un andamento più favorevole dell'economia. Tuttavia, l'analisi dell'indice dell'attività economica settimanale (AES) della Segreteria di Stato dell'economia (SECO) mostra che per il momento non vi è alcun effetto immediato sulla dinamica economica. Le scorte dei commercianti negli Stati Uniti sono così abbondanti che la domanda locale dovrebbe essere soddisfatta fino in primavera. Essendo stati eliminati gli svantaggi competitivi rispetto alla concorrenza europea, viene meno anche il rischio a breve termine di una massiccia delocalizzazione della produzione da parte degli esportatori svizzeri. Ora prevediamo un ulteriore lieve aumento del tasso di disoccupazione fino a metà 2026. Per il momento la previsione sulla crescita del PIL deve tenere conto della situazione eccezionale dell'approvvigionamento elettrico. Sin dall'estate i lavori di manutenzione alla centrale nucleare di Gösgen richiedono importazioni di elettricità insolitamente elevate (cfr. grafico). Ciò ha già penalizzato la bilancia commerciale con l'estero nei dati sul prodotto interno lordo per il T3 2025. Da allora la situazione non è cambiata: solo a gennaio 2026 le importazioni nette di elettricità hanno superato di sei volte quelle dello stesso mese dell'anno precedente.

2027: previsioni d'inflazione superiori al consensus

Le nostre previsioni d'inflazione sono leggermente superiori al consensus per quest'anno e per il 2027. La componente degli affitti dell'indice nazionale dei prezzi al consumo dovrebbe avere un peso maggiore nel 2026. L'andamento dei prezzi ancora superiore alla media di questa categoria rafforza la tendenza verso un allontanamento dall'attuale inflazione pari a zero.

Svizzera: importazioni nette di energia elettrica (media settimanale)



Fonti: energiedashboard.ch, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultima data point: 27.01.2026

Regno Unito

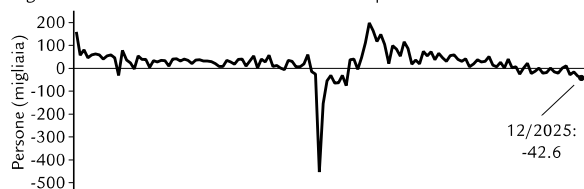
Continuo indebolimento del mercato del lavoro

A novembre l'economia britannica è cresciuta più del previsto, ossia dello 0,3% rispetto al mese precedente. Un fattore determinante è stata, tra l'altro, la ripresa della produzione automobilistica dopo l'attacco informatico a Jaguar Land Rover di settembre. Inoltre, la crescita costante nel settore dei servizi è proseguita. Tuttavia, non crediamo che questa dinamica positiva sia proseguita a dicembre. L'indebolimento del mercato del lavoro ha continuato ad accentuarsi. Il tasso di disoccupazione è salito ulteriormente, mentre il numero di posti di lavoro vacanti non fa che diminuire. Tuttavia, la crescita dei salari rallenta meno rapidamente di quanto suggerisca il raffreddamento della dinamica del mercato del lavoro, ma ciò è dovuto in particolare al continuo incremento dei salari nel settore pubblico. Nel complesso, non prevediamo brusche turbolenze sul mercato del lavoro, anche se nel 2026 il contesto dovrebbe rimanere difficile. Tuttavia, si tratta di sviluppi positivi per quanto riguarda le prospettive d'inflazione. La riduzione della pressione sui salari dovrebbe attenuare soprattutto la pressione inflazionistica ancora ostinata sui prezzi dei servizi, tanto più che per questi ultimi il costo del lavoro rappresenta una componente importante. A ciò si dovrebbero aggiungere effetti base legati ai prezzi regolamentati e dell'energia e il calo dei costi dell'energia per le economie domestiche.

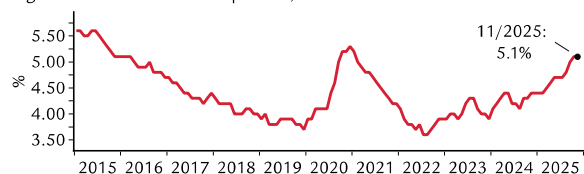
2027: ripresa modesta

Tuttavia, l'inflazione non dovrebbe scendere sotto l'obiettivo del 2% della Bank of England fino al 2027. Quanto alla crescita, per il 2027 prevediamo una leggera accelerazione rispetto al 2026, che probabilmente sarà sostenuta soprattutto dalla continua ripresa dei consumi privati. Nel 2027 ci aspettiamo invece un lieve calo della spesa pubblica rispetto al 2026, per via delle misure di politica fiscale annunciate nel bilancio autunnale.

Regno Unito: variazione mensile del numero di dipendenti



Regno Unito: tasso di disoccupazione, media trimestrale



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo data point: 12/2025

Cina

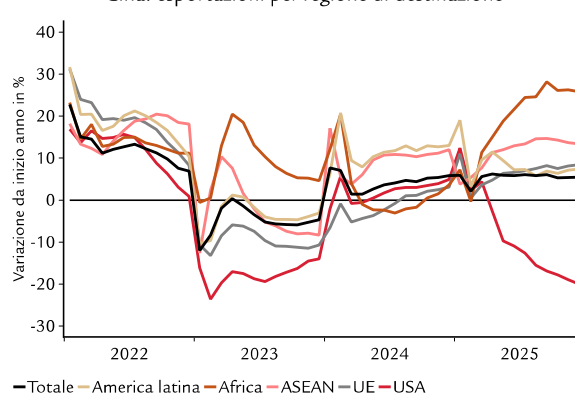
Prosegue l'economia cinese a due velocità

Nel 2025 il PIL cinese è cresciuto del 5%, raggiungendo l'obiettivo annuale. Dietro questa cifra si nasconde però un'economia a due velocità: la domanda interna resta debole, penalizzata dalla correzione del settore immobiliare e dalla campagna «anti-involution» contro la concorrenza locale eccessiva. Al contempo, la produzione industriale è in forte crescita, soprattutto nel settore high-tech, poiché la capacità innovativa della Cina è in costante aumento (cfr. grafico del mese). Malgrado i dazi doganali, i beni high-tech stimolano le esportazioni e al momento sono il principale pilastro della crescita. Le esportazioni dovrebbero rimanere essenziali per l'espansione economica anche nel 2026. Primo, le relazioni commerciali ampiamente diversificate attenueranno il calo delle esportazioni USA, che nel 2025 sono crollate del 20%. Secondo, la competitività rimane elevata, sostenuta da catene logistiche integrate e da una valuta sottovalutata. Terzo, le autorità vogliono continuare ad accelerare i progressi tecnologici e già nel 2025 i beni high-tech come le auto elettriche, le celle solari, i microchip e gli elettrodomestici figuravano tra i principali driver di crescita. Tuttavia, per il 2026 prevediamo una crescita economica di appena il 4,5%, in quanto la correzione immobiliare continua a pesare sugli investimenti e sulla fiducia dei consumatori. Nel 2027 la crescita dovrebbe essere leggermente più elevata (4,7%) grazie al settore high-tech già affermato, mentre l'effetto negativo della correzione immobiliare dovrebbe attenuarsi in misura crescente.

Reflazione ancora assente

Per il 2026 prevediamo un tasso d'inflazione di appena lo 0,8% e una persistente deflazione dei prezzi alla produzione, dato che l'offerta supera la domanda. Una vera reflazione, intesa come ritorno a un livello d'inflazione sostenibile trainato dalla domanda, richiederebbe uno stimolo molto maggiore a consumi e servizi, che però al momento non è previsto.

Cina: esportazioni per regione di destinazione



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo data point: 12/2025

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.