

Maggio 2026

Punti chiave

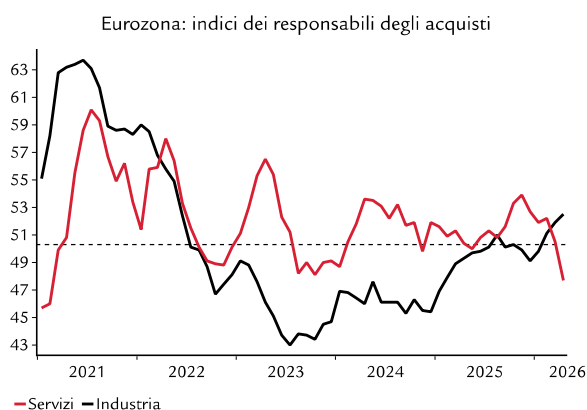
- Stati Uniti: il miglioramento del mercato del lavoro e la ripresa ciclica dell'industria sostengono la crescita P. 2
- Germania: i dati delle indagini segnalano un netto rallentamento dell'economia P. 3
- Francia: i consumatori sono molto incerti P. 3
- Svizzera: il rincaro dei trasporti pubblici fa aumentare le previsioni d'inflazione per il 2027 P. 4
- Regno Unito: il settore dei servizi evidenzia ancora una buona tenuta P. 5
- Cina: la crescita è trainata dalle esportazioni high-tech, l'impatto della guerra in Iran rimane limitato 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	2,3%	2,1%	↓	2,0%	2,0%		3,1%	↑		3,2%	↑	
Eurozona	1,0%	0,9%	↓	1,2%	1,3%	↓	2,3%			2,7%	↑	
Germania	0,7%	↓	0,7%	↓	1,3%	↓	2,5%	↑		2,7%	↑	
Francia	1,1%	0,9%	↓	1,2%	0,9%	↓	1,6%	↑		1,8%	↑	
Italia	0,8%	0,5%	↓	0,8%	0,7%	↓	2,3%	↑		1,5%		
Spagna	2,2%	2,2%	↓	1,8%	1,9%	↓	2,9%	↑		2,9%	↑	
Regno Unito	0,9%	0,6%	↓	1,3%	1,1%	↓	2,9%			3,1%	↑	
Svizzera	1,1%	1,0%	↓	1,4%	1,4%	↓	0,6%			0,6%	↑	
Cina	4,7%	↑	4,6%	4,7%	4,4%	↓	0,8%			1,0%	↑	

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

Grafico del mese



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo data point: 04/26

Nell'eurozona gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) evidenziano una netta divergenza tra industria e servizi. Secondo l'indice PMI di aprile, l'industria, spesso vincolata da ordini e investimenti a lungo termine, è ancora in ripresa malgrado la guerra in Iran. Gli ordinativi solidi suggeriscono effetti anticipatori delle aziende in previsione di eventuali rincari e fanno pensare a una dinamica temporanea. Il settore dei servizi è molto più sensibile alla domanda e sembra percepire già più chiaramente gli effetti dell'aumento dei prezzi.

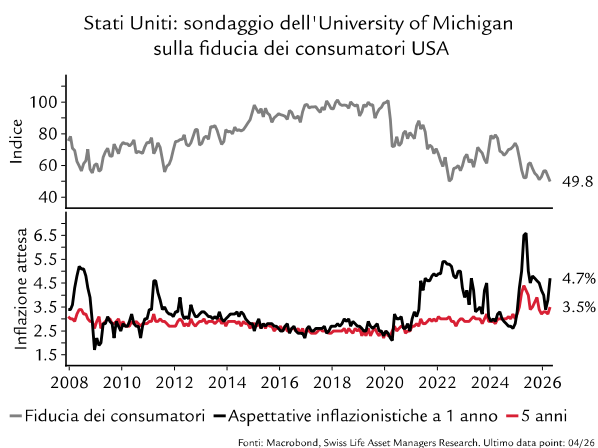
Stati Uniti

Mercato del lavoro positivo, ma sentiment pessimo

Ad aprile il rincaro della benzina ha influito sulla fiducia dei consumatori USA, che secondo un sondaggio dell'Università del Michigan è scesa ai minimi dall'inizio del rilevamento dei dati nel 1952. Tuttavia, il nesso con la spesa per consumi effettiva è debole. Ci aspettiamo quindi che le economie domestiche USA cerchino di sostenere i consumi riducendo ancora la già bassa quota di risparmio, tanto più che le persone intervistate si aspettano solo un aumento temporaneo dell'inflazione (cfr. grafico). Intanto, gli indici PMI evidenziano una situazione stabile degli ordinativi anche dopo lo scoppio della guerra. La ripresa ciclica sembra proseguire soprattutto nel settore industriale. Anche i dati sul mercato del lavoro di marzo sono stati positivi: pur avendo in parte rispecchiato gli effetti di ripresa dopo un mese debole a causa degli scioperi e delle condizioni meteorologiche, la crescita dell'occupazione ha superato nettamente le aspettative. Il tasso di disoccupazione è sceso al 4,3%, soprattutto per via delle categorie più penalizzate l'anno precedente (giovani, neo-laureati e nuovi arrivati sul mercato del lavoro). Probabilmente l'esitazione ad assumere dovuta all'IA è stata eccessiva e ora occorrono nuove assunzioni. La ripresa delle offerte di lavoro per gli sviluppatori di software sembra corroborare questa ipotesi.

Inflazione primaria alta, inflazione di fondo in calo

Quanto ai prezzi, a marzo la guerra in Iran ha inciso soprattutto sulla benzina (+21,5% rispetto al mese precedente) e sui voli aerei (+2,7%). Per il resto l'inflazione è stata debole. L'inflazione di fondo, che esclude alimentari ed energia, è persino scesa leggermente al 2,6%. Gli effetti di secondo impatto saranno probabilmente contenuti a causa del potere di determinazione dei prezzi debole delle aziende e della bassa pressione salariale. Pertanto, la politica monetaria non dovrebbe reagire allo shock dei prezzi dell'energia con un aumento dei tassi d'interesse.



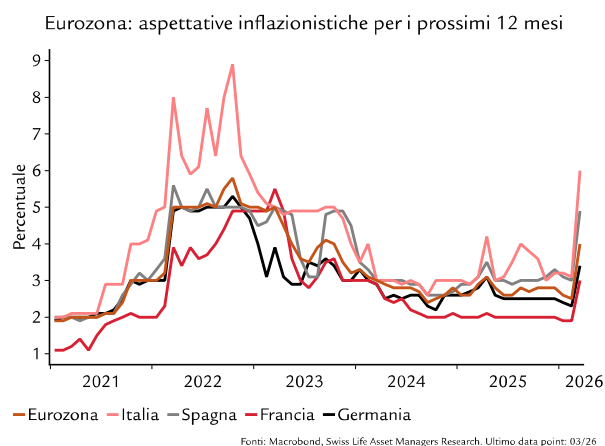
Eurozona

Sentiment nell'industria sorprendentemente robusto

I dati più recenti mostrano i primi effetti della guerra in Iran e del netto rincaro dell'energia. Ad aprile nell'eurozona la fiducia dei consumatori è scesa ai minimi da fine 2022. Anche le indagini tra le imprese segnalano un deterioramento delle aspettative riguardo all'andamento futuro dell'attività. Ad aprile l'indice PMI del settore manifatturiero è salito, ma crediamo che si tratti di un'impennata temporanea (cfr. grafico del mese). Tuttavia, secondo il PMI, ad aprile la situazione degli ordinativi è leggermente migliorata. Le aziende hanno dichiarato di aver accumulato scorte in anticipo per evitare rincari e possibili strozzature dell'offerta, ma ciò contrasta con i recenti dati sulla produzione industriale, che sono stati deludenti. Il settore dei servizi, invece, ha già subito un crollo del sentiment: tutti i sottoindici legati alla domanda sono ora molto al di sotto della soglia di crescita. Continuiamo comunque a prevedere che l'impatto del rincaro dell'energia sull'economia reale rimarrà limitato e lasciamo invariata la nostra previsione di crescita del PIL per il 2026.

I consumatori prevedono prezzi più elevati

Anche i dati sull'inflazione di marzo riflettono lo shock dei prezzi dell'energia, soprattutto nei trasporti. Mentre scriviamo, i dati sull'inflazione di aprile non sono ancora disponibili, ma potrebbero mostrare nuovamente un rincaro dei carburanti. Al contempo, un'indagine della Banca centrale europea (BCE) tra i consumatori evidenzia un netto aumento delle aspettative d'inflazione per i prossimi 12 mesi al 4,0% a marzo (dal 2,5% di febbraio, cfr. grafico). Lo shock dell'inflazione del 2022 sembra ancora influenzare i consumatori. Per il 2026 prevediamo un tasso d'inflazione del 2,4%.



Germania

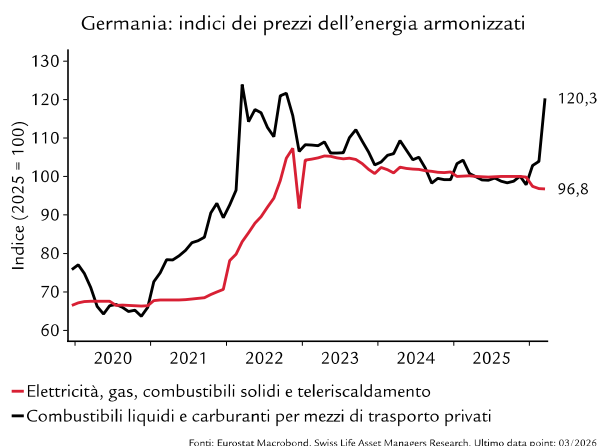
I sondaggi segnalano un rallentamento dell'economia

Non sono ancora disponibili dati economici concreti, ma gli indici PMI e le indagini ifo mostrano già un netto calo sia nella situazione attuale che per quanto riguarda le aspettative. In Germania la flessione è più marcata che in altri Paesi europei. I sondaggi riflettono il netto aumento dell'incertezza e dei prezzi dell'energia. I settori del turismo, dei trasporti e della logistica sono stati particolarmente colpiti. Inoltre, l'incertezza e il maggior rischio di aumenti dei tassi pesano sul sentiment e sul volume degli ordinativi in settori sensibili ai tassi, come gli immobili e l'edilizia.

Netto rincaro del petrolio, gas ed elettricità stabili

I dati sull'inflazione di marzo forniscono una prima panoramica delle pressioni sui prezzi in Germania causate dalla guerra in Iran. Tuttavia, non tutti i prezzi dell'energia sono interessati nella stessa misura: quelli di petrolio e carburanti, che si ripercuotono rapidamente sui prezzi al consumo e sui redditi reali, sono saliti in modo significativo, mentre i prezzi del gas e dell'elettricità sono persino scesi leggermente per via di diverse misure politiche tra dicembre e marzo (cfr. grafico), essendo meno colpiti dalla guerra in Iran a causa dei contratti di fornitura a lungo termine e dei prezzi amministrati. Inoltre, i mercati europei del gas sono meno dipendenti dal Medio Oriente, mentre la produzione di elettricità si basa in gran parte sulle energie rinnovabili. Al momento non si intravede un impatto sui prezzi non energetici e l'inflazione di fondo rimane stabile.

A marzo l'aumento dei prezzi dell'energia ha portato l'inflazione primaria al 2,5% circa. A differenza del 2022, lo shock è avvenuto in un contesto di pressione inflazionistica di fondo molto bassa, quindi le aziende sono state caute ad alzare i prezzi. L'evoluzione della situazione dipenderà dalla durata del conflitto iraniano.



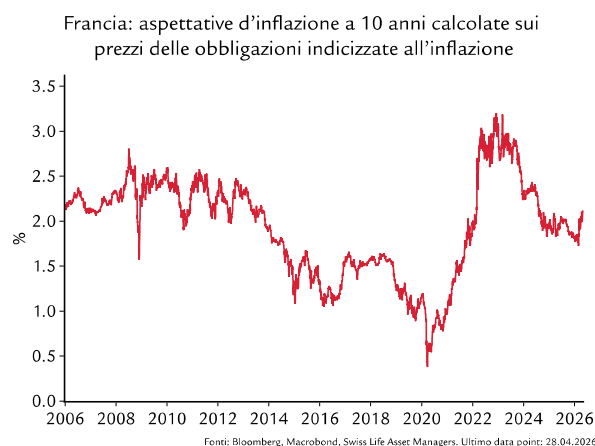
Francia

Crollo della fiducia dei consumatori

Ad aprile la fiducia dei consumatori è crollata, soprattutto a causa del rincaro dei carburanti, che ha riportato in primo piano il tema della perdita di potere d'acquisto. Il calo della fiducia dei consumatori ai minimi da maggio 2023 è ascrivibile a quanto avvenuto dopo l'attacco all'Ucraina e al conseguente shock inflazionistico. Allo stesso tempo, l'indagine sulla fiducia dei consumatori rivela anche che i lavoratori sono preoccupati per la situazione sul mercato del lavoro. Secondo la nostra analisi, la differenza principale rispetto alla situazione dopo il 2022 è proprio qui: attualmente il mercato del lavoro non mostra tendenze inflazionistiche procicliche. Gli indicatori di tendenza sono nel complesso eterogenei. Il quadro cupo dell'indagine tra i consumatori trova riscontro nell'indice PMI del settore dei servizi, ma non nelle indagini sulla fiducia delle imprese dell'industria.

Aumento solo esiguo delle aspettative d'inflazione

Ad aprile i prezzi della benzina nelle stazioni di servizio sono saliti meno rispetto al mese precedente. Le nostre previsioni sull'inflazione, come negli altri Paesi dell'eurozona, sono inferiori al consensus. La nostra previsione si basa principalmente sull'apertura dello Stretto di Hormuz entro la fine dell'anno. In questo caso, come suggeriscono i contratti futures, il prezzo del petrolio dovrebbe essere nettamente inferiore ai livelli attuali. Inoltre, a nostro avviso gli effetti di secondo impatto del rincaro delle componenti energetiche sui beni o servizi di base sono meno pronunciati rispetto al 2022 e al 2023. Sul mercato delle obbligazioni indicizzate all'inflazione, il tasso d'inflazione di pareggio, ossia la previsione media d'inflazione a lungo termine implicita nel mercato, è aumentato solo lievemente da marzo.



Italia

Finora l'industria è rimasta indifferente

Come in gran parte dei Paesi industrializzati, a marzo in Italia la guerra in Iran ha inciso soprattutto con il rincaro dell'energia, mentre per il resto l'inflazione è rimasta ben ancorata. Grazie alla riduzione temporanea delle accise di 25 centesimi al litro su benzina e gasolio, il rincaro mensile dell'energia, pari al 4,9%, è stato molto inferiore a quello di altri Paesi dell'eurozona. Il rialzo dei prezzi ha però lasciato il segno anche in Italia sui dati delle indagini: a marzo la fiducia dei consumatori è nettamente peggiorata. Tra le imprese, secondo l'indice PMI, a marzo soprattutto le aziende di servizi hanno lamentato un rallentamento della domanda, mentre l'industria ha continuato a segnalare una buona situazione per produzione e ordinativi. Per quanto riguarda i dati oggettivi della produzione, a febbraio l'Italia è stata l'unico dei quattro grandi Paesi dell'eurozona a non aver registrato un calo della produzione industriale. Anche grazie al numero record di pernottamenti per i Giochi olimpici di febbraio, ci aspettiamo ancora dati solidi del T1 sulla crescita del PIL (non ancora disponibili mentre scriviamo).

Spagna

Inflazione più elevata, prospettive di crescita stabili

Anche in Spagna i dati sull'inflazione di marzo riflettono il rincaro dell'energia, soprattutto dei costi di trasporto. A marzo l'inflazione è salita al 3,4% dal 2,3% di febbraio, molto più di quanto ci aspettassimo, ma le restanti pressioni inflazionistiche sono rimaste ben ancorate. L'inflazione di fondo è salita solo moderatamente al 2,9% (dal 2,7% di febbraio), come in Italia, anche qui la riduzione delle aliquote IVA su diesel, benzina, elettricità e gas naturale ha probabilmente contribuito a frenare un aumento più pronunciato. Ciononostante, le indagini tra le imprese e i consumatori segnalano un deterioramento del sentiment. A marzo l'indice PMI per il settore dei servizi è salito ancora, mentre quello dell'industria è sceso sotto la soglia di crescita di 50. Il rallentamento è ascrivibile soprattutto al calo delle aspettative di futuri ordini di esportazione e all'aumento dei prezzi all'ingrosso. Sul fronte della crescita, continuiamo a prevedere un quadro solido per la Spagna. Alcuni segnali aneddotici suggeriscono un «effetto di sostituzione» dei lunghi viaggi in aereo per via dell'aumento dei prezzi, dinamica di cui la Spagna potrebbe beneficiare.

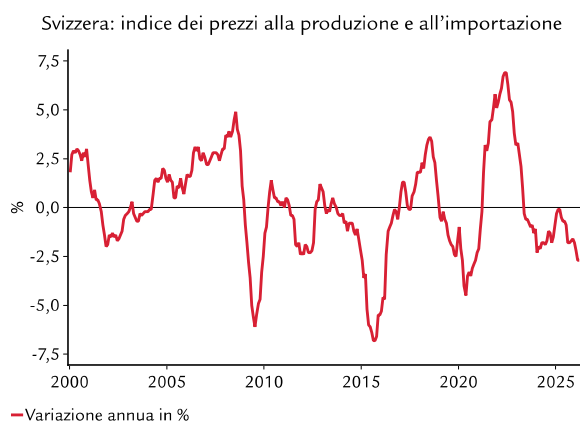
Svizzera

Dazi USA più impattanti dello shock dell'energia

I dati attendibili sull'economia reale per misurare l'effetto immediato della guerra in Iran sulla dinamica economica sono ancora pochi. I dati solidi delle indagini sulle imprese condotte tra i responsabili degli acquisti si contrappongono a un netto calo della fiducia dei consumatori. Restiamo dell'idea che le conseguenze delle svolte passate e future della politica dei dazi USA incideranno sulle prospettive di crescita più dell'incremento dei costi dell'energia. Anche se i dazi USA aumenteranno probabilmente dall'attuale 10% al 15%, l'accordo raggiunto a novembre riduce il rischio di delocalizzazione della produzione delle industrie nazionali. In base a queste ipotesi, il tasso di disoccupazione dovrebbe raggiungere il massimo ciclico a metà anno. A livello nazionale, la crescita è sostenuta dalla politica monetaria ancora espansiva della Banca nazionale svizzera. Anche i due grandi pacchetti fiscali tedeschi per infrastrutture e difesa dovrebbero fornire impulsi positivi sotto forma di effetti inerziali. Inoltre, con la ripresa della produzione di elettricità nella centrale nucleare di Gösgen viene meno un fattore penalizzante degli ultimi trimestri.

Pressione sui prezzi: non c'è paragone con il 2022

Su base annua, i prezzi alla produzione sono scesi anche a marzo, ma il rincaro dell'energia è già confluito nell'indice. In generale, il potere di determinazione dei prezzi è molto inferiore rispetto allo scoppio della guerra in Ucraina, quindi gli effetti di secondo impatto dovrebbero essere inferiori a quelli del 2022 e 2023. Tuttavia, rivediamo leggermente al rialzo la previsione d'inflazione per il 2027 per via degli adeguamenti tariffari operati dai fornitori di servizi di trasporto pubblico, pari in media al 3,9%. Questo aumento dei prezzi confluirà nella valutazione dell'indice nazionale dei prezzi al consumo svizzero a partire da dicembre 2026.



Fonti: UST, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo data point: 03/2026

Regno Unito

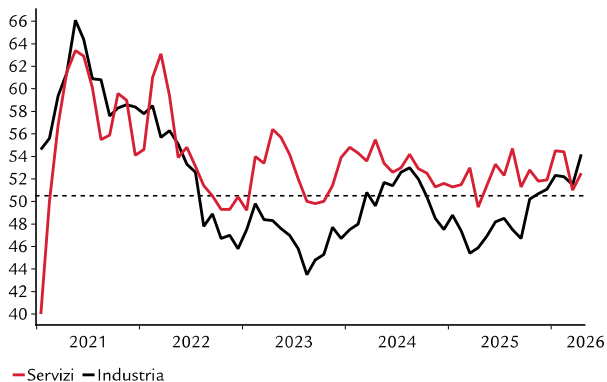
Il settore dei servizi rimane resiliente, per ora

Anche nel Regno Unito i dati mostrano i primi effetti della guerra in Medio Oriente. Ad aprile l'indice PMI del settore manifatturiero ha evidenziato una dinamica simile a quella dell'eurozona, ossia un rialzo a quota 53,6. Secondo il rapporto PMI, questa forza è dovuta in parte all'anticipazione degli acquisti da parte delle aziende, che prevedono prezzi più alti nei prossimi mesi. Di conseguenza, i sottoindici dei prezzi all'ingrosso e di vendita sono nettamente aumentati. Nel Regno Unito l'incremento è stato ancora più pronunciato che nell'eurozona. Il calo del sottoindice della produzione futura suggerisce che la forza dell'industria non durerà. Tuttavia, a differenza di quello dell'eurozona, anche l'indice dei servizi è migliorato. Le imprese hanno menzionato stimoli positivi provenienti dagli investimenti tecnologici e dai piani di sviluppo a lungo termine, ma hanno anche richiamato l'attenzione su fattori negativi come la scarsa fiducia dei consumatori e l'aumento dei prezzi.

Effetti dei prezzi dell'energia sui dati di marzo

Anche i dati sull'inflazione di marzo riflettono già questa dinamica. L'aumento al 3,3% di marzo è ascrivibile perlopiù ai prezzi dell'energia, visto il rincaro dell'8,5% della benzina e del 90% del gasolio da riscaldamento rispetto al mese precedente. È salita anche l'inflazione dei servizi, soprattutto a causa dei prezzi di trasporto, in particolare dei viaggi aerei. A marzo l'inflazione di fondo è persino scesa leggermente. Anche la pressione sui costi salariali è scesa, il che dovrebbe contrastare forti effetti di secondo impatto sul fronte inflazionistico, ma il punto di partenza dell'inflazione prima del rincaro dell'energia era molto più sfavorevole che nell'eurozona. Pertanto, attualmente il mercato si aspetta 2,5 aumenti dei tassi da parte della Bank of England.

Regno Unito: indici dei responsabili degli acquisti



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo data point: 04/26

Cina

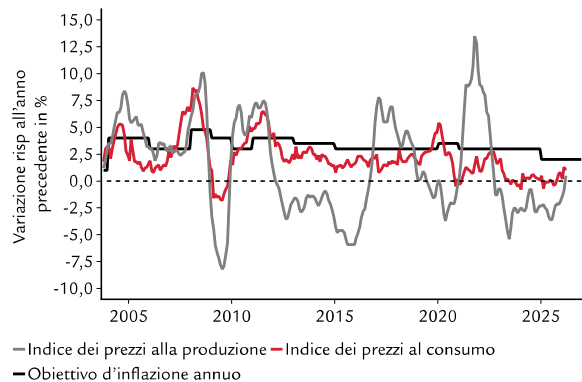
Al riparo dagli effetti della guerra in Iran

Nel T1 la crescita economica della Cina, pari al 5,0%, è stata più sostenuta del previsto. Le economie domestiche private continuano a risentire del calo dei prezzi degli immobili e delle prospettive incerte sul mercato del lavoro, ma l'economia è sostenuta dalla solida produzione industriale nel settore high-tech e dalle esportazioni, che nel T1 sono aumentate di circa il 15% rispetto all'anno precedente. Finora l'impatto economico della guerra in Iran sulla Cina è rimasto limitato. Il principale canale di trasmissione è stato l'aumento delle importazioni in seguito all'incremento dei prezzi delle materie prime e dei volumi delle importazioni, soprattutto per la costituzione di riserve strategiche di carbone. Tuttavia, i policy maker cinesi sono consapevoli dei rischi se il conflitto dovesse protrarsi. Una guerra prolungata potrebbe frenare la domanda globale, mettendo a repentaglio la dinamica delle esportazioni, che attualmente è un pilastro fondamentale della crescita. Inoltre, il Medio Oriente è un importante fornitore di materiali necessari per la produzione di semiconduttori, tra cui elio e zolfo. In questo contesto, la Cina ha già annunciato l'intenzione di vietare le esportazioni di acido solforico a partire da maggio.

Energia: meno profittabilità, non inflazione

Dopo 41 mesi di deflazione, i prezzi alla produzione sono tornati per la prima volta a salire rispetto allo scorso anno. Ciò è dovuto principalmente all'aumento dei costi dei fattori produttivi dovuto al rincaro dell'energia. A causa della domanda interna ancora debole, il potere di determinazione dei prezzi delle imprese rimane limitato e l'aumento dei costi non può essere trasferito ai consumatori finali. Gli aumenti dei costi legati al conflitto in Iran, dovuti ai prezzi dell'energia, si traducono quindi in un calo dei margini e non in un aumento dei prezzi al consumo.

Cina: dati sull'inflazione



Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Ultimo data point: 03/2026

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.