

Ottobre 2026

Punti chiave

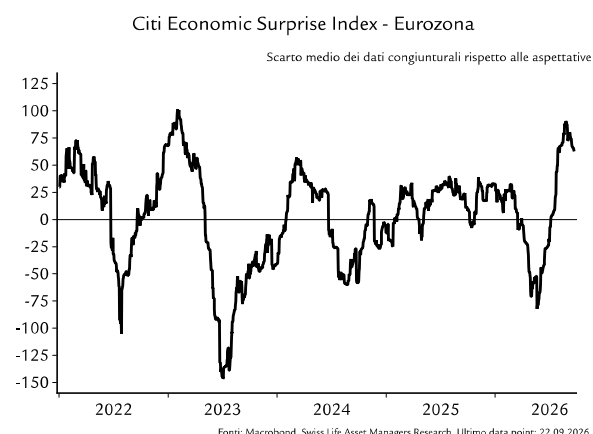
- Stati Uniti: dati economici positivi e inflazione sempre elevata aprono la strada ad aumenti dei tassi p. 2
- Germania: aspettative in miglioramento nella maggior parte dei settori p. 3
- Francia: effetti negativi su crescita del PIL e prezzi dei generi alimentari p. 3
- Svizzera: dopo i livelli record, crescita trimestrale negativa p. 4
- Regno Unito: ottimo inizio del terzo trimestre grazie agli investimenti nell'IA p. 5
- Cina: consolidamento della crescita previsto per fine anno, ma domanda di petrolio in aumento 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	2,2% ↑	2,1% ↓	2,1% ↑	2,1% ↓	3,4% ↑	3,3%	2,3%	2,3%
Eurozona	0,9% ↑	1,0% ↑	1,2%	1,3% ↑	2,9% ↑	2,9% ↑	2,0% ↑	2,5% ↑
Germania	1,0%	1,1% ↑	1,3%	1,2% ↑	2,7%	2,7%	2,1% ↑	2,5% ↑
Francia	0,5% ↓	0,5% ↓	1,2%	0,8% ↓	2,1% ↑	2,2% ↑	1,5% ↓	1,9% ↑
Italia	0,9%	0,8% ↑	0,8%	0,7%	2,8% ↑	2,9% ↑	1,7% ↑	2,2% ↑
Spagna	2,4%	2,5%	1,8%	2,0% ↑	3,4% ↑	3,4% ↑	2,0% ↑	2,6% ↑
Regno Unito	1,2% ↑	1,2% ↑	1,0%	1,1% ↑	3,0%	3,1%	2,1%	2,8% ↑
Svizzera	2,1% ↑	1,7% ↑	1,3% ↓	1,4% ↑	0,6% ↑	0,6% ↑	0,7% ↓	0,7%
Cina	4,5%	4,6%	4,7%	4,5%	0,9% ↑	0,9% ↓	1,1%	1,1%

Le variazioni rispetto al mese precedente sono indicate dalle frecce. Fonte: Consensus Economics Inc. Londra, 14 settembre 2026

Grafico del mese



Nell'eurozona il temuto rallentamento della crescita dopo lo scoppio della guerra in Iran non si è verificato. Grazie agli ottimi dati economici, il Citi Economic Surprise Index, che misura le sorprese sul fronte dei dati rispetto alle aspettative del consensus, ha raggiunto i massimi dal 2023. Oltre che dall'economia interna solida, lo slancio proviene dai crescenti stimoli fiscali in Germania e dal programma NextGenerationEU, mentre l'inflazione, al netto della componente energetica, resta moderata. Di conseguenza, i fattori positivi hanno più che compensato gli effetti negativi della guerra in Iran.

Stati Uniti

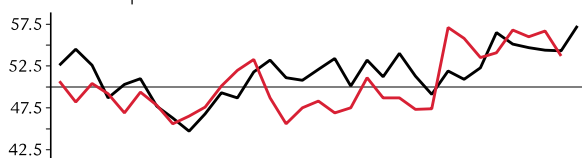
Crescita del settore dei servizi

Di recente i dati economici USA hanno mostrato un quadro positivo: ad agosto le vendite al dettaglio sono aumentate molto più del previsto. Su base reale, ossia al netto dell'effetto delle variazioni dei prezzi, spicca in particolare l'e-commerce. Gli indici dei responsabili degli acquisti (PMI) confermano la dinamica positiva del settore dei servizi (cfr. grafico sotto), che ha tenuto testa alla sfiducia dei consumatori causata dal rincaro della benzina. Anche il sentiment nell'industria rimane positivo, anche se la forte crescita della produzione osservata in primavera ha rallentato durante l'estate, registrando persino un valore negativo ad agosto. Il mercato del lavoro USA ha sorpreso in positivo. Ad agosto il tasso di disoccupazione è rimasto al 4,1%, mentre la crescita dei posti di lavoro è nettamente aumentata all'inizio dell'estate dopo una fase di debolezza, con i settori IT e finanziario come principali eccezioni.

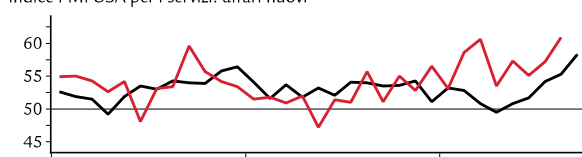
Rischi inflazionistici in primo piano

Il recente aumento della dinamica economica ci ha indotto a rivedere al rialzo la previsione di crescita del PIL per il 2026 e il 2027 ed è stato uno dei motivi principali che hanno spinto la Fed a continuare la lotta contro un'inflazione ancora troppo elevata. Ad agosto è rimasta invariata al 3,4%, in linea con le aspettative nostre e del mercato. I driver, tuttavia, sono stati sfavorevoli. Dopo la fase di debolezza di metà anno, sono tornati a salire soprattutto i prezzi dei servizi (esclusi gli alloggi), il che indica un potere di determinazione dei prezzi intatto degli offerenti alla luce della solidità dei consumi privati. Considerata la situazione ancora precaria in Medio Oriente, aumentano quindi i rischi che, contrariamente alle nostre attese, vi siano effetti di secondo impatto maggiori sull'inflazione. Tuttavia, i dati non sono ancora sufficienti per indurci a rivedere le previsioni d'inflazione per il 2027, anche perché ci aspettiamo ancora una de-escalation del conflitto e un calo dei prezzi del petrolio nel 2027.

Indice PMI USA per l'industria: ordini in entrata



Indice PMI USA per i servizi: affari nuovi



— Sondaggio di ISM — Sondaggio di S&P

Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Ultimo data point: 09/26

Eurozona

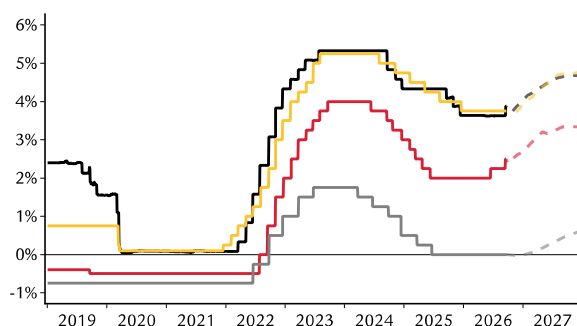
La BCE guarda sempre più all'economia

Come previsto, a settembre la Banca centrale europea ha innalzato nuovamente il tasso guida di 25 punti base, reagendo alla persistente pressione inflazionistica. Rispetto alle proiezioni di giugno, le previsioni sull'inflazione degli esperti della BCE sono rimaste pressoché invariate: non prevedono ancora effetti di secondo impatto significativi, valutazione che condividiamo. Tuttavia, nella sua ultima comunicazione la BCE ha posto crescente enfasi sulla ripresa economica in corso nell'eurozona (cfr. grafico del mese), che secondo l'istituto potrebbe alimentare le pressioni inflazionistiche. I fattori decisivi rimangono, però, la durata e l'ampiezza di questa ripresa. Dopo sette aumenti consecutivi, l'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero è rimasto invariato, mentre l'indice dei servizi è salito nettamente in settembre. La componente occupazionale è leggermente migliorata, ma per ora non indica un netto aumento dell'occupazione. Di conseguenza, anche i consumi privati restano contenuti, dopo che già nel T2 erano cresciuti solo moderatamente. Ci aspettiamo che questo quadro persista anche il prossimo anno.

È probabile un ulteriore aumento dei tassi

Ad agosto l'inflazione primaria ha continuato a salire, mentre l'inflazione di fondo è leggermente scesa. Tuttavia, a breve termine prevediamo un nuovo aumento dell'inflazione di fondo. Al contempo, i rischi legati al Medio Oriente restano elevati e potrebbero aumentare temporaneamente le pressioni inflazionistiche. Alla luce di ciò e considerando la recente comunicazione della BCE, riteniamo molto probabile un ulteriore intervento sui tassi: ci aspettiamo un nuovo aumento di 25 punti base a dicembre.

Tassi guida di banche centrali e aspettative del mercato, desunte dai future sul mercato monetario



— US Federal Reserve — BCE — BNS — Bank of England

Fonti: Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Ultimo data point: 22/09/26

Germania

Aspettative in miglioramento in gran parte dei settori

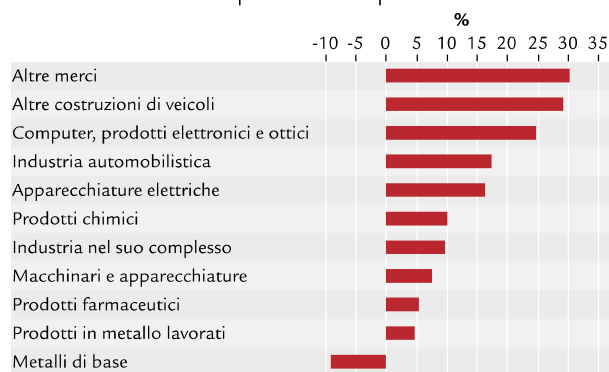
Dopo tre trimestri di crescita economica nettamente positiva, gli indicatori di fiducia hanno mostrato un quadro favorevole a settembre. L'indice dei responsabili degli acquisti del settore manifatturiero è diminuito leggermente da livelli elevati, mentre quello del settore dei servizi è aumentato sensibilmente. Allo stesso tempo, le aspettative di esportazione sono migliorate nella maggior parte dei comparti industriali, come l'automotive e l'ingegneria meccanica, che negli ultimi anni hanno risentito della debolezza della domanda e di sfide strutturali (cfr. grafico).

L'ottimismo giunge in un momento in cui la ripresa è già evidente, ma non ha ancora basi solide. L'andamento positivo degli ultimi trimestri è ascrivibile a fattori straordinari come l'aumento della domanda di esportazioni dall'eurozona o gli investimenti pubblici nella difesa e nelle infrastrutture. I consumi, gli investimenti delle imprese e il mercato del lavoro hanno invece finora evidenziato un andamento piuttosto modesto. È interessante notare che le aspettative sono migliorate anche in settori che finora avevano contribuito poco alla ripresa. Le imprese si aspettano che l'economia continui a migliorare coinvolgendo altri settori e dando il via a una ripresa ciclica duratura. Questa visione positiva delle imprese fa presagire più un proseguimento della moderata ripresa che non un nuovo rallentamento della crescita economica.

Lo sconto sul carburante riduce il rincaro

La componente energetica resta la principale responsabile del rincaro. Dopo il netto aumento dei prezzi dei carburanti, lo sconto deciso a settembre dovrebbe attenuare l'inflazione dello 0,2-0,3%. Tuttavia, questo effetto è limitato a due mesi e modifica solo marginalmente la pressione sui prezzi a medio termine, che continua a dipendere fortemente dai prezzi dell'energia.

Germania: aspettative di esportazione ifo



Fonti: ifo, Macrobond, Swiss Life Asset Managers.
Ultimo data point: agosto 2026.

Francia

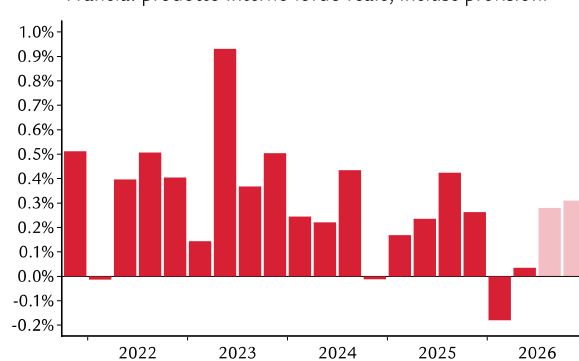
L'impatto degli incendi boschivi sui dati economici

Dopo una crescita trimestrale negativa all'inizio dell'anno, anche i dati del T2 hanno deluso. Nei mesi estivi l'economia francese ha ristagnato, anche per via dei numerosi incendi boschivi e del calo della domanda causato dalle ondate di caldo. Si chiude quindi un primo semestre sostanzialmente perduto. Dal fatto che i dati dei sondaggi sulla fiducia delle imprese dell'industria ciclica sono stabili, deduciamo che questo rallentamento della crescita non è riconducibile alla debolezza dell'economia. Per il secondo semestre possiamo quindi prevedere effetti di ripresa (cfr. grafico sottostante). Le nostre previsioni su questa ripresa temporanea sono più ottimistiche di quelle della Banque de France, ad esempio. Il clima di fiducia ancora solido delle imprese non riflette tuttavia l'andamento sfavorevole dei mercati finanziari: il premio di rischio richiesto dagli investitori in titoli di Stato francesi è ai massimi da luglio 2012. Ciò si ripercuote negativamente anche sui costi di finanziamento del settore privato e nel mercato immobiliare e può avere effetti sui dati relativi al prodotto interno lordo sotto forma di un calo degli investimenti.

Rincaro dei generi alimentari

Nel nostro scenario di base, il tasso di crescita previsto rimarrà inferiore al potenziale a lungo termine dell'economia francese fino alla fine del 2027. A parte l'aumento dei prezzi dell'energia, ciò non comporta serie pressioni inflazionistiche. Per un'importante componente dell'indice, gli affitti, si intravede un rallentamento della dinamica dei prezzi. Se all'inizio dell'anno questa componente registrava ancora un incremento annuo del 2,4%, di recente l'aumento dei prezzi è rallentato all'1,6%. Ad agosto i mancati raccolti si sono inoltre tradotti in un netto rincaro di frutta e verdura.

Francia: prodotto interno lordo reale, incluse previsioni



■ Variazione del PIL reale rispetto al trimestre precedente (in %)

Fonti: Insee, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Ultimo data point: 2026 Q2

Italia

Un budget espansivo per le elezioni 2027?

Dall'inizio della guerra in Iran, per l'intero 2026 le nostre previsioni di crescita del PIL per l'Italia sono sempre state pari allo 0,8-0,9%. Siamo quindi sempre stati più ottimisti del consensus, che nell'aprile 2026 è sceso allo 0,5% e da allora è stato rivisto al rialzo solo gradualmente. Anche il Ministero delle Finanze italiano è stato a lungo cauto con un'ipotesi di crescita di appena lo 0,6%, ma ora secondo il ministro dell'economia Giorgetti sarebbe più realistico uno 0,8-1,0%. Grazie alle ipotesi di crescita più favorevoli, il governo crea un margine di manovra fiscale per includere eventuali misure di stimolo nella sua proposta di bilancio per il 2027. Il vicepremier Salvini ha chiesto di recente un aumento della spesa di 20 miliardi di euro per il prossimo anno. Nel 2027 in Italia si terranno le elezioni e il governo è sotto pressione perché quest'anno ha perso popolarità, presumibilmente a causa dell'inflazione persistentemente elevata. Ciononostante, il governo può già vantare un successo: dall'inizio di settembre 2026 il governo Meloni detiene il record del mandato più lungo dalla fondazione della Repubblica italiana.

Spagna

Dinamica solida, ma in rallentamento

Da inizio 2023, la crescita economica della Spagna ha nettamente superato quella dell'eurozona. Tuttavia, crediamo che il tasso di crescita abbia raggiunto l'apice nel T2 e prevediamo un leggero rallentamento della dinamica di crescita nella seconda metà dell'anno. Ad agosto l'indice PMI del settore dei servizi si è leggermente indebolito, ma rimane comunque oltre la soglia di espansione. L'industria continua a rimanere indietro. Ad agosto l'indice PMI del settore manifatturiero è sceso sotto la soglia di crescita di 50. Anche il mercato del lavoro ha beneficiato della crescita sostenuta. Il tasso di disoccupazione è vicino ai minimi storici. Tuttavia, nel secondo semestre i consumi privati dovrebbero restare contenuti, poiché il rincaro dell'energia grava sul bilancio delle economie domestiche. Ad agosto l'inflazione in Spagna è di nuovo nettamente aumentata e, a quota 4,3%, supera nettamente il livello dell'eurozona. Tuttavia, con la trasmissione più diretta dei prezzi dell'energia ai consumatori, prevediamo una normalizzazione più rapida del tasso d'inflazione in Spagna l'anno prossimo.

Svizzera

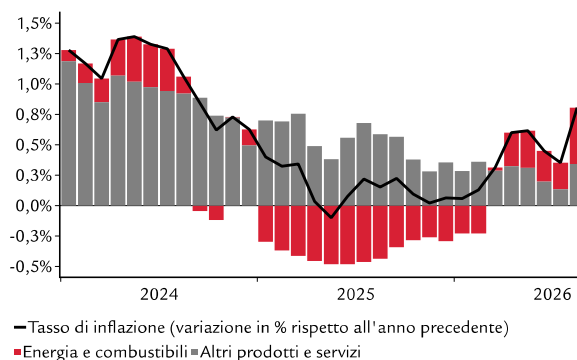
Al record segue una contrazione trimestrale

La crescita sostenuta del PIL pari all'1,5% registrata nel T2 rispetto al trimestre precedente è dovuta per circa due terzi al ciclo delle scorte e alle forti esportazioni dei settori chimico e farmaceutico. Tralasciando le ampie oscillazioni legate alla pandemia, una crescita altrettanto forte dell'economia svizzera non si registrava dal T4 1999, quando, come oggi, fattori straordinari come le spese informatiche in vista del nuovo millennio si sono tradotte in una temporanea accelerazione della crescita. I dati ad alta frequenza del T3 e i dati sulle esportazioni fino ad agosto suggeriscono che la dinamica di crescita è già tornata sul trend di lungo periodo. Da questi dati si evince un tasso di crescita negativo per il T3. Gli utili del trimestre precedente non sono stati intaccati del tutto da questa tendenza contraria, ma le revisioni delle previsioni di crescita per il 2026 saranno comunque significative. Un'altra particolarità dell'attuale ripresa ciclica è la mancata ripresa del mercato del lavoro. Il tasso di disoccupazione destagionalizzato è fermo al 3,1% da quattro mesi e negli ultimi dodici mesi il numero di persone in cerca d'impiego è aumentato più di quello dei posti vacanti.

Peso ridotto, grande effetto

Anche in Svizzera i prezzi dei carburanti hanno raggiunto livelli record. Nelle stazioni di servizio, il prezzo del gasolio è aumentato di oltre il 30% dall'inizio dell'anno. Questa evoluzione confluisce anche nell'indice nazionale dei prezzi al consumo (IPC). L'aumento del rincaro annuo rimane ascrivibile perlopiù ai prezzi dell'energia. Pur avendo un peso di appena il 5,1% nel paniere dell'indice nazionale dei prezzi al consumo, la categoria «Energia e carburanti» ha contribuito per lo 0,46% al rincaro annuo dello 0,8%.

Svizzera: indice dei prezzi al consumo e contributo della componente energetica al rincaro annuale



Fonte: UST, Macrobond, Swiss Life Asset Managers Research. Ultimo data point: agosto 2026

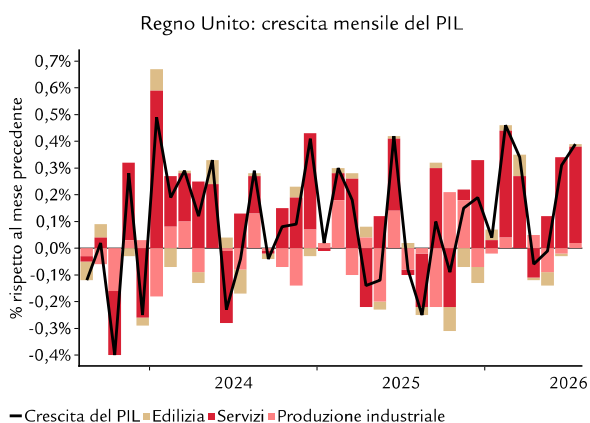
Regno Unito

Gli effetti dell'IA diventano sempre più evidenti

L'economia britannica continua a sorprendere in positivo. A luglio il PIL mensile è cresciuto dello 0,4% rispetto al mese precedente, superando nettamente le aspettative. Ciò fa presagire un buon inizio del T3. È particolarmente positivo che la dinamica di crescita poggi su basi solide. La produzione manifatturiera è aumentata dello 0,9% rispetto al mese precedente, raggiungendo il picco degli ultimi tre anni. L'istituto di statistica britannico ha messo in evidenza soprattutto i prodotti legati all'IA, la produzione di beni ICT e gli investimenti nel cloud computing quali importanti motori di crescita. Ciò suggerisce che l'economia britannica stia già beneficiando sensibilmente dello stimolo agli investimenti globali legato all'IA. Anche il settore dei servizi ha dato un ottimo contributo alla crescita economica, con un'espansione dello 0,4%. Alla luce di questa evoluzione positiva, abbiamo rivisto leggermente al rialzo la nostra previsione di crescita per l'anno in corso, portandola all'1,2%. Il mercato del lavoro si conferma invece meno dinamico. Il tasso di disoccupazione è rimasto al 4,9%, mentre il numero di occupati iscritti nelle liste salariali ha continuato a diminuire.

La Bank of England potrebbe agire presto

Ad agosto l'inflazione è salita al 3,1%, come previsto. Ciò è ascrivibile soprattutto alla componente energetica, dato il nuovo netto aumento dei prezzi dei carburanti. L'andamento dell'inflazione di fondo, rimasta invariata al 2,6%, è invece positivo e indica ancora effetti di secondo impatto limitati. Come atteso, a settembre la Bank of England ha lasciato invariato il suo tasso guida, ma riteniamo che avrà sempre più difficoltà a ignorare le crescenti pressioni inflazionistiche. Per dicembre prevediamo quindi un aumento dei tassi di 25 punti base.



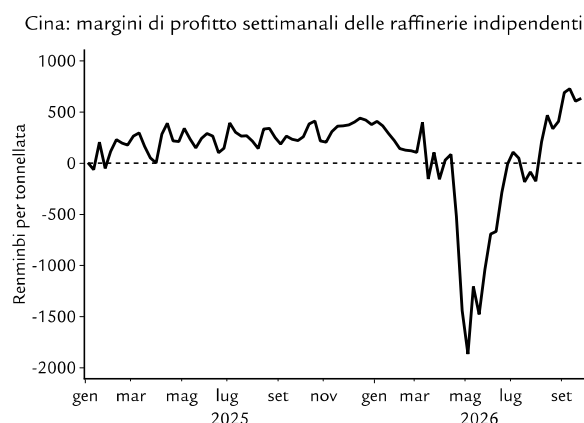
Cina

Cala l'effetto cuscinetto sul mercato petrolifero

L'economia cinese continua a registrare uno sviluppo a due velocità: l'industria high-tech e le esportazioni beneficiano del boom globale dell'IA e della modernizzazione tecnologica promossa dallo Stato, mentre i consumi e il settore immobiliare restano deboli. Il calo dei prezzi degli immobili e l'attività edilizia persistentemente debole continuano a gravare sulla domanda interna. L'economia dovrebbe rimanere divisa in due, anche se la dinamica di crescita dovrebbe avere una base più ampia verso fine anno. Ad esempio, il recente netto aumento dei margini delle raffinerie (cfr. grafico) fa sperare in un'ulteriore ripresa dell'attività di raffinazione. A ciò contribuiscono sia l'allentamento delle restrizioni cinesi all'esportazione di prodotti petroliferi raffinati sia il netto rincaro dei carburanti in tutto il mondo, che rende la produzione più redditizia. Al contempo, il governo dovrebbe accelerare l'attuazione delle misure fiscali già adottate. Alla luce della debolezza degli investimenti, è prevedibile un maggiore sostegno ai progetti infrastrutturali, alle industrie high-tech, alle energie rinnovabili e ad altri settori strategici. Ciò favorisce le prospettive di crescita della Cina, ma ha un impatto meno positivo sul mercato petrolifero. Con la ripresa dell'attività di raffinazione e degli investimenti, la domanda di petrolio dovrebbe tornare a crescere moderatamente, attenuando l'impatto frenante della Cina sul mercato petrolifero globale.

Il trasferimento dei rincari ai consumatori resta debole

In Cina i prezzi alla produzione aumentano a causa del rincaro dell'energia e ad agosto sono saliti al 3,8%. Tuttavia, molte aziende non possono trasferire questi costi più elevati ai loro clienti perché la domanda rimane contenuta. L'inflazione dei prezzi al consumo resta quindi bassa, allo 0,8%, a suggerire una persistente pressione sui prezzi nelle vendite al dettaglio.



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.