

EXECUTIVE SUMMARY

Crescita globale nel 2025 migliore del previsto, atteso lieve rallentamento nel 2026

Il 2025 è stato l'anno dei dazi introdotti dagli Stati Uniti, che hanno segnato un profondo cambiamento nel commercio mondiale. Gli effetti sono tuttora incerti: dopo l'annuncio, si sono susseguiti accordi che hanno ridotto il rischio di guerra commerciale su vasta scala. La crescita economica globale è così cresciuta più vigorosamente del previsto, grazie al front-loading delle esportazioni e al miglioramento delle condizioni finanziarie. In assenza di shock, nel 2026 l'attività economica dovrebbe continuare a crescere sostenuta da fondamentali macroeconomici improntati verso uno sviluppo sostenibile, seppure in lieve rallentamento rispetto all'anno in corso essenzialmente per l'impatto del commercio (FMI, PIL reale globale: 3,2% nel 2025, 3,1% nel 2026).

Eurozona, rilevante capacità di adattabilità e robustezza nel 2025, prospettive incerte

Nei primi nove mesi del 2025, l'Eurozona ha registrato una crescita moderata e potrebbe avanzare ancora nel quarto trimestre ponendo le basi per l'espansione dell'attività economica anche nel 2026. Il mercato del lavoro continua a rimanere solido e in prospettiva gli effetti ritardati dei tagli dei tassi della BCE, che stanno iniziando a trasmettersi all'economia reale, dovrebbero sostenere gli investimenti e i consumi. Tuttavia, l'UE è chiamata a rafforzare la sua autonomia strategica e affrontare sfide importanti: rinnovare il modello di crescita, colmare il divario tecnologico, ridurre le dipendenze strategiche (energia, difesa, sistema dei pagamenti), affrontare l'invecchiamento demografico (BCE, previsioni PIL Eurozona: 1,2% nel 2025, 1,0% nel 2026).

Italia in espansione modesta quest'anno, segnali di una crescita più solida nel 2026

Il miglioramento degli indicatori anticipatori PMI (*Purchasing Managers' Index*) e della fiducia delle imprese, suggeriscono una ripresa del PIL nel quarto trimestre del 2025, ponendo le basi per una crescita che dovrebbe essere più solida nel prossimo anno. L'attività economica sarà sostenuta dall'espansione della domanda interna, con i consumi delle famiglie e gli investimenti fissi lordi in crescita grazie a condizioni finanziarie favorevoli. A ciò si aggiungerebbe il contributo del PNRR e il rafforzamento atteso del commercio estero, grazie anche alla ripresa della Germania (BPER, previsioni PIL Italia: 0,6% nel 2025, 0,8% nel 2026).

Economia USA in crescita a ritmi più lenti

L'economia statunitense dovrebbe continuare a crescere nel 2026, seppur in modo disomogeneo, con andamenti divergenti tra settori e fasce di consumatori. Sebbene l'aumento dei dazi sulle importazioni e l'incertezza delle *policy* di governo (indipendenza della FED) potrebbero avere un impatto negativo sulla crescita, tali fattori dovrebbero essere controbilanciati da una politica fiscale e monetaria accomodante e da un forte slancio degli investimenti legati all'intelligenza artificiale. (FMI, PIL reale USA: 2,0% nel 2025, 2,1% nel 2026).

I temi del 2026

Le previsioni non sono esenti da rischi. In particolare, si ravvisano elementi che potrebbero intaccare la stabilità finanziaria, quali: (i) la sostenibilità fiscale globale per l'elevato debito, (ii) le correzioni sui mercati azionari se le attese molto elevate sui guadagni legati all'IA si rivelassero eccessive, (iii) l'opacità dei mercati privati (*stablecoin*).

CONTESTO ECONOMICO INTERNAZIONALE

Il 2025 è stato l'anno dei dazi introdotti dagli Stati Uniti, un profondo cambiamento nelle politiche commerciali mondiali, i cui effetti sull'economia sono ancora incerti. Così, alle guerre in Ucraina e Medio Oriente, a partire dalla primavera scorsa si è aggiunto un ulteriore elemento di instabilità geopolitica all'insegna del protezionismo. Più recentemente, l'annuncio di accordi preliminari, tregue e negoziati commerciali hanno ridotto l'incertezza, anche se le prospettive rimangono fragili. Inoltre, sono stati fatti passi avanti in Medio Oriente verso la conclusione del conflitto a Gaza, con la sigla di una tregua importante ma ancora debole. In Ucraina, invece, la situazione è ancora in stallo.

Il vecchio ordine mondiale è stato superato: il multilateralismo e la cooperazione nell'ambito di norme e istituzioni internazionali condivise sono stati messi in discussione per il prevalere di iniziative e interessi di singoli Stati, in un nuovo ordine economico e politico mondiale ancora in evoluzione.

Inoltre, stiamo assistendo a una profonda trasformazione nella **competizione globale per la leadership tecnologica**, accelerata dal recente avanzamento dell'intelligenza artificiale. Questa sfida non è più dominata esclusivamente dagli Stati Uniti: la Cina ha ormai consolidato il suo ruolo di potenza tecnologica, andando oltre il posizionamento di semplice "fabbrica del mondo".

I fondamentali macroeconomici sono tendenzialmente improntati verso uno **sviluppo sostenibile** dell'economia mondiale, grazie anche al processo di disinflazione che sta proseguendo, ma con ritmi diversi tra gli stati. La crescita del PIL globale per il 2025 è attesa al +3,2%.¹

In questo contesto, **l'Unione Europea ha mostrato capacità di adattabilità e robustezza, ma le prospettive restano difficili.** L'UE è chiamata a **rafforzare** la sua **autonomia strategica** e affrontare le sfide sottolineate nel rapporto Draghi: rinnovare il modello di crescita, colmare il divario tecnologico, ridurre le dipendenze strategiche (energia, difesa, sistema dei pagamenti), affrontare l'invecchiamento demografico.

ITALIA ED EUROZONA

Nonostante le complessità, l'Eurozona e l'Italia hanno registrato una **crescita moderata**. Nella prima parte del 2025 l'economia è stata influenzata dagli andamenti della politica commerciale americana, in positivo nel primo trimestre – perché c'è stata la corsa all'export per evitare i dazi, con il *front loading* degli ordinativi – e in senso contrario nel secondo trimestre. Il terzo trimestre ha segnato una certa stabilità, con un aumento del PIL dell'Eurozona pari a +0,3% t/t (da +0,1%) e del +1,4% a/a (da +1,5%).

Il dato presenta significative differenze tra i vari paesi: in Francia il PIL è cresciuto di +0,5% t/t (da +0,3% nel secondo trimestre), in Spagna di +0,6% t/t (da +0,8%), in Irlanda del +10,5% t/t (da +17,1%), mentre in Germania la crescita è rimasta invariata (da -0,2%). In **Italia**, il PIL è lievemente migliorato registrando una crescita del +0,1% t/t, rispetto alla contrazione registrata nel secondo trimestre (-0,1%).

Facendo un bilancio complessivo degli ultimi trimestri per l'Italia, emerge la tendenza all'aumento dei **consumi delle famiglie** che segnano una leggera crescita pur rimando deboli (+0,8% nella media degli ultimi tre trimestri disponibili).²

Per quanto riguarda le **imprese**, si è registrato un aumento del **tasso di spesa per gli investimenti in capitale fisso** del +2,1% nella media degli ultimi tre trimestri disponibili (+1,5% su base trimestrale).

¹ FMI, World Economic Outlook, October 2025

² Istat, dati destagionalizzati e a prezzi correnti

nel secondo trimestre del 2025 da +0,1%). L'Italia si distingue tra le economie avanzate: un'analisi dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) mostra che solo sei dei 34 paesi membri hanno già superato il loro trend pre-pandemico in termini di investimenti, e l'Italia è uno di questi, insieme a Canada, Australia, Grecia e Croazia. Inoltre, la manifattura sta iniziando a mostrare segnali di ripresa.

Nei **flussi commerciali**, nonostante l'elevata variabilità mensile, nei primi nove del 2025 si è osservata complessivamente una sostanziale stabilità del surplus commerciale italiano rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (+0,9% a/a). A settembre, le esportazioni sono aumentate del +3,5% a/a (pari a €479 MLD) e le importazioni del +3,7% (pari a €443 MLD).

L'aumento delle tariffe, il rafforzamento dell'euro e la crescente concorrenza globale hanno contribuito a modificare gli scambi commerciali. Le esportazioni sono cresciute soprattutto verso i Paesi Ue (+3,8%) e in misura più contenuta verso i paesi Extra Ue (+2,4%). Dal lato delle importazioni, sono aumentati in particolare i flussi dai paesi Extra Ue (+5,5% e 1,8% intra Ue), determinando una riduzione del surplus commerciale con questi paesi, compensato da un aumento del surplus commerciale con i paesi UE.

In particolare, la bilancia commerciale con gli Stati Uniti è peggiorata: nei primi nove mesi del 2025, le esportazioni italiane verso gli USA sono cresciute del +9% su base annua (rispetto al -1,5% dello stesso periodo del 2024), a fronte di un aumento delle importazioni dagli USA del +34,5% (da +2,3%). Il surplus commerciale con Washington si è ridotto del -8% rispetto allo stesso periodo del 2024. Giova ricordare che le esportazioni verso gli Stati Uniti rappresentano circa il 10,4% del totale delle esportazioni italiane.

È possibile fare lo stesso ragionamento guardando all'interscambio di flussi con Pechino: nei primi nove mesi del 2025 le esportazioni sono calate del -9% a/a (da +1,9%), a fronte dell'aumento delle importazioni del +20,1% (da -23,3%), con un deficit commerciale in deterioramento del 41% rispetto allo stesso periodo del 2024.

La politica commerciale dell'amministrazione Trump impone l'apertura verso nuovi mercati di sbocco per le merci europee. Certo, non è facile sostituire il vasto mercato di consumatori americani ma integrare e diversificare con altri paesi è possibile e rappresenterebbe una grande opportunità specie per il nostro Paese così votato all'export.

In tale prospettiva, si colloca l'**accordo di libero scambio Ue-Mercosur** (Mercato comune dell'America meridionale)³, che eliminerà gradualmente i dazi doganali. L'intesa potrà favorire nuove opportunità di sviluppo di rapporti commerciali, ad esempio verso il grande mercato del Brasile (verso cui l'Italia destina solo una minima parte delle esportazioni, par al 2% nel 2024).

L'elevata incertezza osservata a partire dalla primavera scorsa, con l'introduzione dei dazi da parte dell'amministrazione americana nel "Liberation Day", negli ultimi mesi si è attenuata grazie all'accordo commerciale tra UE e USA, che ha ridotto le tariffe sui beni europei al 15% (dalla ipotesi iniziale del 20%), e alla recente distensione dei rapporti tra USA e Cina, dettata da una riduzione delle tariffe sui beni cinesi (a 47% dal 145% previsto). Questo sviluppo potrebbe contenere il rischio dell'arrivo in Europa della sovrapproduzione cinese, che finora ha esercitato una forte pressione competitiva sui prezzi europei. Nonostante le negoziazioni, i dazi medi mondiali sono a livelli

³ Paesi membri: Argentina, Brasile, Paraguay, Uruguay e Venezuela.

eccezionalmente elevati (17% circa) rispetto a quanto osservato prima del “Liberation day” (2,34% nel 2024).

In Italia la dinamica del credito è stata positiva nei primi nove mesi del 2025: a livello di sistema gli impieghi netti hanno raggiunto uno stock pari a €1.672 MLD, dai 1.657 €MLD di settembre '24, con un aumento del +0,9%. La crescita è stata guidata dalle **Famiglie consumatrici**, che hanno segnato un incremento degli impieghi in termini tendenziali (+2,9%), seguite dalle **Società non finanziarie** (+0,6% a/a), mentre gli impieghi alle **Famiglie produttrici** (meno di cinque addetti) sono calati (-3,9%)⁴.

Il debito pubblico italiano si è attestato a 138,3% nel secondo trimestre 2025. Il quadro complessivo mostra segnali incoraggianti. Sul fronte del finanziamento, il Tesoro ha collocato titoli per 373,4 miliardi con tassi medi in discesa (+2,8% contro il +3,4% del 2024) e una durata media delle emissioni salita a sette anni. Inoltre, la domanda estera di titoli italiani è rimasta elevata. A rafforzare il quadro, il rating sovrano ha beneficiato di upgrade da parte delle principali agenzie internazionali (S&P in aprile, Fitch a settembre e Moody's a novembre), segnalando una maggiore fiducia nella sostenibilità del debito.⁵

Il miglioramento dei rating italiani, la relativa stabilità politica del Paese e una politica prudente sui conti pubblici, ha favorito il calo dello **spread BTP-Bund**. Il differenziale si è mantenuto stabilmente sotto i 100 punti base da giugno di quest'anno, arrivando a toccare i 74 punti base in media a novembre 2025.

OUTLOOK 2026

Le previsioni di crescita del **PIL globale** si attestano a +3,1% nel 2026, in lieve rallentamento rispetto al 2025 (+3,2%) essenzialmente per i possibili impatti delle limitazioni poste al commercio mondiale e le persistenti tensioni geopolitiche.⁶

Negli **Stati Uniti**, si prevede che l'economia crescerà a un tasso del +2,1% nel 2026⁷: sebbene l'aumento dei dazi sulle importazioni, le restrizioni all'immigrazione e l'incertezza politica potrebbero avere un impatto negativo sulla crescita, tali fattori dovrebbero essere controbilanciati da una politica fiscale e monetaria accomodante, da un forte slancio degli investimenti legati all'intelligenza artificiale e da un deficit commerciale più contenuto. L'inflazione statunitense dovrebbe restare elevata nel primo trimestre del 2026, poiché gli aumenti delle tariffe continueranno a essere trasferiti sui consumatori; successivamente, è attesa una graduale diminuzione, convergendo verso l'obiettivo del 2% della FED nel 2027, come conseguenza dell'indebolimento del mercato del lavoro e del calo delle pressioni sui prezzi degli alloggi e dei servizi.⁸

In Eurozona la combinazione tra minori incertezze, politiche fiscali espansive e un'inflazione contenuta, in linea con il target della BCE, potrebbe sostenere i consumi e favorire una modesta espansione nel quarto trimestre 2025 che porterebbe a chiudere l'anno al +1,2% secondo le proiezioni della Banca Centrale Europea. Nel 2026, la crescita attesa è supportata da diversi elementi. In primo luogo, gli effetti ritardati dei tagli dei tassi della BCE, che stanno iniziando a trasmettersi all'economia reale, dovrebbero sostenere gli investimenti. Inoltre, le famiglie continuano a destinare al risparmio una quota insolitamente elevata del proprio reddito, e ciò dovrebbe lasciare

⁴ Banca d'Italia

⁵ Prometeia, Rapporto di Previsione, 26/09/2025

⁶ FMI, World Economic Outlook, October 2025

⁷ FMI, Ibidem

⁸ European Commission, Autumn 2025 Economic Forecast, 17/11/2025

loro margini più ampi per un ulteriore aumento della spesa, sostenendo la graduale ripresa della domanda interna. Infine, un mercato del lavoro ancora robusto e l'aumento della spesa pubblica in infrastrutture e difesa dovrebbero supportare moderatamente l'attività economica. D'altro canto, l'indebolimento della domanda estera e della competitività del prezzo delle merci per il rafforzamento dell'euro potrebbe controbilanciare i fattori positivi, limitando un poco la crescita del PIL dell'Eurozona al +1,0% il prossimo anno per poi risalire all'1,3% nel 2027.^{9 10}

L'**inflazione nell'area euro** è prevista in calo al +1,7% nel 2026, grazie al rallentamento dei servizi e dei prezzi alimentari, favorito da minori pressioni salariali e lungo la filiera produttiva. L'inflazione energetica dovrebbe restare negativa, mentre quella dei beni industriali non energetici si manterrà bassa e stabile, sostenuta dalla concorrenza delle importazioni e dall'apprezzamento dell'euro.¹¹

In linea con questo quadro, la **Banca Centrale Europea**, in assenza di shock, dovrebbe tenere i tassi stabili al 2% nel corso del 2026, avendo praticamente concluso il ciclo allentamento monetario per combattere – con successo – l'inflazione. Prudenzialmente, consideriamo un taglio dei tassi a 1,75% per gli scenari interni.

Tale scenario non è esente da rischi.

La politica monetaria della BCE potrebbe essere influenzata da ciò che succederà oltre oceano, dove la **Federal Reserve** ha tagliato per la seconda volta nel 2025 i tassi a ottobre, portandoli a 3,75%-4,00% e sono probabili ulteriori tagli nelle prossime riunioni. Il rischio deriva dalle pressioni politiche sulla Federal Reserve, che potrebbero limitarne l'indipendenza, sganciare le aspettative di inflazione e pregiudicare la capacità della banca centrale americana di adempiere al suo doppio mandato di stabilità dei prezzi e piena occupazione.

Inoltre, la crescita economica nell'area dell'euro e nelle principali economie avanzate potrebbe risentire dei timori sulle prospettive delle finanze pubbliche. Secondo il Fondo Monetario Internazionale, il debito pubblico mondiale supererà la soglia del 100% del PIL già nel 2029. Le spese crescenti per la difesa, i disastri naturali, l'evoluzione tecnologica, le dinamiche demografiche e tassi d'interesse più elevati rispetto al periodo post-crisi finanziaria e post-pandemia alimentano una **pressione crescente sulla spesa pubblica**. Il Fondo avverte che la persistenza di deficit elevati e di una spesa pubblica sostenuta potrebbe compromettere la sostenibilità fiscale e la stabilità finanziaria globale.

Anche nell'area dell'euro il debito è destinato a crescere, complice l'aumento delle spese militari (*ReArmEurope*)¹² e gli interventi necessari per l'attuazione della direttiva europea "Case green"¹³ a partire dal 2027. Nel complesso, il rapporto debito/PIL dell'area dovrebbe stabilizzarsi intorno al 90% nel 2028, con significative differenze tra i Paesi: è atteso un aumento graduale per Francia e Germania, mentre Italia e Spagna dovrebbero ridurre il loro debito, risultando gli unici Stati membri che nel 2028 registreranno un rapporto debito/PIL inferiore ai livelli precrisi del 2019.¹⁴

Ancora, stanno aumentando i timori per la rapida crescita, le valutazioni elevate e l'enorme influenza dei principali attori dell'**intelligenza artificiale**, che fanno paventare una **bolla alimentata dalla tecnologia**: se le attese molto elevate sugli utili e sui guadagni di produttività legati all'intelligenza

⁹ LC Macro Advisor, European Economics Notebook, 11/11/2025

¹⁰ European Commission, Autumn 2025 Economic Forecast, 17/11/2025

¹¹ European Commission, Autumn 2025 Economic Forecast, 17/11/2025

¹² *ReArmEurope*, piano che mira a mobilitare 800MLD di euro in 4 anni, di cui 650MLD finanziati a livello nazionale e 150MLD di prestiti UE agli Stati membri che fanno richiesta di accesso allo strumento *Security Action For Europe* (SAFE).

¹³ La Direttiva europea "Case Green" (EPBD 2024/1275) è una normativa dell'Unione Europea che fa parte del pacchetto *Fit for 55* e mira a migliorare l'efficienza energetica degli edifici per ridurre le emissioni di CO₂ e raggiungere la neutralità climatica entro il 2050.

¹⁴ Prometeia, Rapporto di Previsione, 26/09/2025

artificiale si rivelassero eccessive, l'effetto ricchezza positivo - che finora ha sostenuto il mercato azionario e ha contribuito alla crescita americana - potrebbe invertirsi, e il boom degli investimenti nel settore interrompersi bruscamente. La stessa BCE segnala rischi di forti correzioni su mercati azionari¹⁵. Le principali aziende tecnologiche (Apple, Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla, le cosiddette “Magnifiche Sette”), hanno già investito centinaia di miliardi di dollari nei loro sforzi di sviluppare l'intelligenza artificiale, e le previsioni sono di un ulteriore aumento il prossimo anno (verso i 500 miliardi di dollari entro il 2026-27, dai 400 miliardi attuali¹⁶). La preoccupazione è che non è chiaro come e quando tutti questi investimenti inizieranno a dare i loro frutti. Inoltre, i giganti della tecnologia hanno accumulato debiti per finanziare i loro investimenti e per la costruzione di datacenter necessari per far fronte alle crescenti necessità computazionali dell'intelligenza artificiale. Secondo il vicepresidente della BCE, Luis De Guindos,¹⁷ la situazione sarebbe diversa dalla bolla delle *dot-com* di inizio millennio, ma i rischi sarebbero comunque elevati con possibili riflessi a livello mondiale. Ad ogni modo, lo scoppio di una bolla è per definizione imprevedibile, per dimensioni e tempistiche.

Infine, le **stablecoin** potrebbero rappresentare elementi di vulnerabilità per la stabilità finanziaria. Il mercato è cresciuto molto nel 2025 - raggiungendo una capitalizzazione di circa 280 miliardi di dollari. Il principale rischio è legato a una eventuale perdita di fiducia da parte degli investitori nella loro convertibilità in valuta fiat (la maggior parte delle *stablecoin* è ancorata al valore del dollaro statunitense con un rapporto 1:1), che potrebbe causare una “corsa alle stablecoin”, una sorta di “corsa agli sportelli”. Il settore è dominato da due *stablecoin* denominate in dollari statunitensi, Tether (USDT) e USD Coin (USDC), che rappresentano rispettivamente 184 (63%) e 75 miliardi (26%) di dollari di capitalizzazione di mercato, figurando tra i maggiori detentori di *Treasury USA* a breve termine che le società emittenti detengono a titolo di riserva. In caso di sfiducia e *run*, gli emittenti potrebbero dover liquidare rapidamente le riserve, con ripercussioni sui titoli di Stato. In Europa il mercato è ancora poco sviluppato e disciplinato dal regolamento MiCAR¹⁸ che mitiga i rischi, ma la crescita del settore potrebbe renderli più significativi in futuro.¹⁹

Anche in tale prospettiva, rileva la decisione del 30 ottobre 2025 da parte del Consiglio direttivo della BCE di passare alla fase implementativa dell'**Euro Digitale**, per garantire l'autonomia strategica e la sovranità monetaria dell'Eurozona nel sistema dei pagamenti, in un contesto di crescita delle valute digitali.

Sul fronte energetico, le prospettive per il 2026 appaiono meno tese rispetto al recente passato; **salvo shock imprevisti, non si attendono nuovi inasprimenti dei prezzi del gas naturale e del petrolio**. Il mercato del greggio rimane condizionato da fattori geopolitici, ma anche da uno scenario di domanda-offerta sempre più orientato al surplus, data l'espansione dell'offerta a seguito dall'aumento produttivo dell'OPEC+.

Nel 2025 il prezzo dell'**oro** ha toccato nuovi massimi, raggiungendo a fine ottobre il picco di \$4.365 per oncia, con un incremento di circa il 50% dall'inizio dell'anno. Le stime indicano che il rally proseguirà, seppur con un ritmo di crescita più moderato rispetto al 2025, portando le quotazioni a circa \$4.400-4.900 l'oncia nel 2026. La corsa al rialzo è stata alimentata da fattori come le tensioni commerciali, l'incertezza politica ed economica, l'aumento degli acquisti da parte delle banche

¹⁵ BCE, Financial Stability Review, novembre 2025

¹⁶ WSJ, What Investors Learned From Tech Earnings, 1/11/25

¹⁷ BCE, Financial Stability Review, novembre 2025

¹⁸ Regolamento UE 2023/1114 che stabilisce norme uniformi per gli emittenti di crypto-attività

¹⁹ BCE, Financial Stability Review, novembre 2025

centrali, l'indebolimento del dollaro e le aspettative di un ulteriore allentamento monetario negli Stati Uniti.^{20 21 22}

Per l'Italia, il miglioramento degli **indicatori anticipatori PMI** (*Purchasing Managers' Index*) e **della fiducia delle imprese**, suggeriscono una **ripresa del PIL nel quarto trimestre del 2025**, ponendo le basi per una crescita più solida nel prossimo anno. Nel 2026 l'attività economica sarà sostenuta dall'espansione della domanda interna, con i consumi delle famiglie e gli investimenti fissi lordi in crescita (secondo Banca d'Italia, rispettivamente, del +0,9% e del +1,6%)²³ anche per il miglioramento delle condizioni finanziarie, quale effetto della trasmissione della **politica monetaria espansiva**. A ciò si aggiunge il contributo del **PNRR**, che continuerà a finanziare progetti infrastrutturali anche nel 2026, rafforzando il potenziale di crescita del Paese. Le vendite all'estero vedranno un rafforzamento nel corso dell'anno (+1,4%), sostenute dall'aumento degli scambi con i Paesi dell'Ue. Considerando tali elementi, **si stima un incremento del PIL** intorno al **+0,8%**, in linea con le previsioni del Fondo Monetario Internazionale e vicino alle attese di Banca d'Italia (+0,7%).²⁴

In particolare, le previsioni di un **rafforzamento del commercio estero italiano** sono legate ai primi segnali di ripresa dell'economia tedesca, che, grazie al forte legame con l'Italia nelle catene globali del valore, dovrebbe favorire le vendite verso la Germania dopo un periodo prolungato di debolezza. Tuttavia, considerando il biennio 2025-2026, la crescita media delle esportazioni nel loro complesso rimane modesta, poco superiore al +0,5%, a fronte di una domanda potenziale in aumento del +1,8%, evidenziando un divario dovuto alla perdita di competitività legata sia all'introduzione dei dazi sia al rafforzamento dell'euro sul dollaro. In una ottica più di lungo periodo, nuove traiettorie degli scambi possono tuttavia aprirsi, come quella con il Mercosur sopra citata.²⁵

In un contesto mondiale caratterizzato da elevata incertezza, nel **biennio 2026-27 l'industria manifatturiera italiana potrà tornare a crescere su tassi moderati**, del +1% medio annuo.²⁶ A sostenere l'attività manifatturiera sarà soprattutto il miglioramento del mercato nazionale, sia dal punto di vista dei consumi, ancora deboli nel 2025, che degli investimenti, favoriti dalle buone condizioni reddituali delle imprese, dai tassi moderati e dalla revisione del programma di *Transizione 5.0*.²⁷ Infine, un altro elemento che sosterrà la ripresa dell'industria manifatturiera sarà la domanda europea, guidata dal rientro dell'inflazione e dalla ripartenza della Germania.

Il **mercato del lavoro** italiano si presenta **solido**, con il tasso di disoccupazione ai minimi storici (6% a ottobre '25). Dopo il rialzo dei tassi di interesse negli anni post invasione russa dell'Ucraina, adottato dalla BCE per contrastare l'inflazione, per molte imprese, coadiuvate da incentivi all'assunzione, è stato più conveniente investire in forza lavoro piuttosto che in asset capitali, come macchinari, automazione e innovazione dei processi. Questa scelta ha inciso sull'andamento del mercato del lavoro, contribuendo alla sua attuale solidità. Le previsioni per il 2026 indicano il mantenimento di questa tendenza, con un tasso di disoccupazione stimato intorno al 6,1%. Tuttavia, la discrepanza tra la crescita dell'occupazione e la crescita economica rileva una bassa produttività

²⁰ Morgan Stanley, Why Gold's Rally Will Likely Go On, 22/10/2025

²¹ World Bank, When uncertainty rises, gold rallies, 12/11/2025

²² Corriere della Sera, Oro, per Goldman può arrivare a 4.900 dollari malgrado il tonfo. Cosa c'è dietro la corsa dei metalli (e delle miniere), 23/10/2025

²³ Banca d'Italia, Proiezioni macroeconomiche per l'Italia - ottobre 2025

²⁴ Banca d'Italia, Bollettino Economico n4, 17/10/2025

²⁵ Prometeia, Rapporto di Previsione, 26/09/2025

²⁶ Prometeia, Settori industriali italiani: dopo la frenata, una crescita moderata ma solida, 5/11/2025

²⁷ Il Piano Transizione 5.0, in complementarità con il Piano Transizione 4.0, si inserisce nell'ambito della più ampia strategia finalizzata a sostenere il processo di trasformazione digitale ed energetica delle imprese. In particolare, in linea con le azioni di breve e medio periodo previste dal piano *REPowerEU*, la *Transizione 5.0*, con una dotazione finanziaria complessiva pari a 6,3 miliardi di euro. (Ministero delle imprese e Made in Italy)

di questi nuovi occupati: non a caso, i settori in cui l'occupazione è cresciuta maggiormente negli ultimi anni sono a basso valore aggiunto per addetto, come il turismo e le costruzioni.

Per quanto riguarda il credito, si prevede un'espansione degli impieghi alle Famiglie consumatrici (+1,8% in media annua 2026-27-28), specie per acquisto abitazione e credito al consumo, mentre gli impieghi alle Famiglie produttrici e Società non finanziarie si riprenderanno in modo più graduale.²⁸

Infine, in Italia il **debito pubblico** è previsto rimanere sostanzialmente stabile nei prossimi anni, per poi ridursi e attestarsi intorno al 136% del PIL nel 2028²⁹.

CONCLUSIONI

Il mondo resta segnato da tensioni geopolitiche sottoforma di protezionismo, unilateralismo, guerre "calde" e "fredde".

Nonostante il contesto internazionale ancora incerto, l'Italia potrebbe far leva su solidi fondamentali – occupazione ai minimi storici, inflazione sotto controllo, aumento della fiducia dei consumatori, stabilità del contesto politico: condizioni tali da creare un **effetto positivo sulla crescita del PIL**. In prospettiva, occorrerebbe comunque affrontare le numerose sfide italiane, come la bassa produttività e l'evoluzione demografica del Paese (invecchiamento della popolazione), favorendo l'occupazione femminile, l'aumento degli investimenti per l'innovazione e lo sviluppo tecnologico, la crescita della competitività delle imprese, necessari per un progresso strutturale nei prossimi anni.

Queste sono le cose note.

Poi c'è l'imprevedibilità di un mondo che talvolta non riconosciamo o che non vuole farsi comprendere, tra intelligenze artificiali e personaggi imperscrutabili. Eppure, si può prosperare anche nel disordine (Taleb, 2012), andando al di là della resilienza e della robustezza con l'antifragilità. Ciò che è resiliente resiste agli shock e rimane identico a sé stesso; invece, l'**antifragile migliora** e ciò potrebbe valere per il contesto geopolitico, l'economia, la società, le persone. Sarebbe una bella prova per il 2026 alle porte.

Buone feste e grazie per averci letto quest'anno.

Milano, 9/12/2025

Disclaimer

La presente pubblicazione è prodotta da BPER Banca S.p.A. La medesima è rivolta al pubblico indistinto ed ha contenuto di carattere informativo. Eventuali riferimenti a prodotti o servizi sono da intendersi con finalità meramente divulgativa e non costituiscono offerta commerciale. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come offerta, raccomandazione o consulenza in materia di investimenti per l'acquisto, la vendita o il mantenimento di alcun tipo di prodotto finanziario. Le informazioni e le opinioni contenute nella presente pubblicazione sono fornite da BPER Banca S.p.A. in buona fede, in via autonoma e indipendente e si basano su fonti ritenute affidabili; tuttavia, nessuna garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse. Tali informazioni e opinioni sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e sono pertanto suscettibili di variazioni in qualsiasi momento dopo la pubblicazione, senza alcun obbligo da parte di BPER Banca S.p.A. di comunicare tali modifiche a coloro che abbiamo fruito in precedenza del contenuto del documento. Gli interessati dovranno effettuare le proprie valutazioni di investimento in modo del tutto autonomo e indipendente, facendo affidamento esclusivamente sulle proprie considerazioni delle condizioni di mercato e delle informazioni complessivamente disponibili, anche in coerenza con il proprio profilo di rischio e la propria situazione economica. Qualsiasi eventuale riferimento nella presente pubblicazione a rendimenti passati, così come qualsiasi valutazione o altra informazione dai medesimi ricavata è a scopo esclusivamente illustrativo e non è da considerarsi indicatore affidabile di andamenti futuri. Il contenuto della presente pubblicazione non è diretto a, né utilizzabile da, qualunque persona fisica o giuridica che sia cittadino o residente o che si trovi in qualsiasi località, Stato, Paese o altra giurisdizione in cui tale pubblicazione, messa a disposizione o utilizzo sarebbero contrari a leggi o regolamenti ovvero obbligherebbero BPER Banca S.p.A. all'acquisizione di permessi, autorizzazioni o licenze in tale giurisdizione.

BPER Banca S.p.A. non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del contenuto della presente pubblicazione e/o dalle eventuali scelte di investimento effettuate dai fruitori della medesima. Il presente documento non potrà essere distribuito, riprodotto anche parzialmente o pubblicato in assenza di specifica autorizzazione scritta da BPER Banca S.p.A. Documento basato sulle informazioni disponibili al 9 dicembre 2025.

²⁸ Prometeia, Previsione dei bilanci bancari, ottobre 2025

²⁹ Prometeia, Ibidem