



**Prospettive macroeconomiche per il 2026**

**Italia e area dell'euro: nonostante le  
turbolenze, la nave resta a galla**

**Research Department - Macroeconomic Analysis**

13 febbraio 2026

# Sommario

**1 Le prospettive globali ed europee**

**2 Cosa può andare storto? E cosa può sorprendere in positivo?**

**3 Italia: nonostante una crescita moderata, prosegue il consolidamento fiscale**

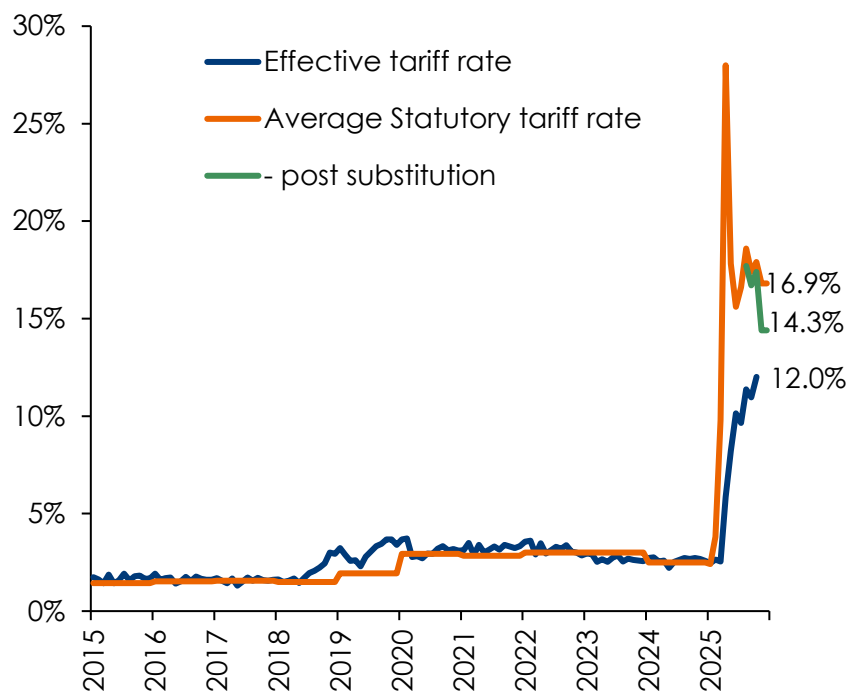
# Una rassegna del 2025: nonostante l'uragano Trump, la nave è rimasta a galla

- Il primo anno della presidenza Trump è stato peggiore del previsto in termini di **dazi e politica estera** (Iran, Venezuela, Groenlandia); in linea con le peggiori aspettative per quanto riguarda **l'indipendenza della Fed** e il **bilancio federale**
- Impatto inflazionistico limitato dei dazi (trasferimento molto graduale)
- Crescita resiliente degli Stati Uniti grazie agli **investimenti nell'Intelligenza Artificiale (IA)** e all'impatto dei dazi sulla bilancia commerciale (transitorio sulla crescita)
- **Il commercio mondiale** tiene bene, la Cina è tempestiva nell'aggirare le barriere americane
- Crescita discreta dell'**economia europea**, nonostante la debole attività manifatturiera
- **Fed e BCE** hanno agito come previsto, con un temporaneo disallineamento
- Il **dollaro** si è indebolito in misura significativa
- Normalizzazione dei tassi di interesse in **Giappone**

# Dazi statunitensi e incertezza: in calo dai picchi, ma ancora su livelli molto elevati

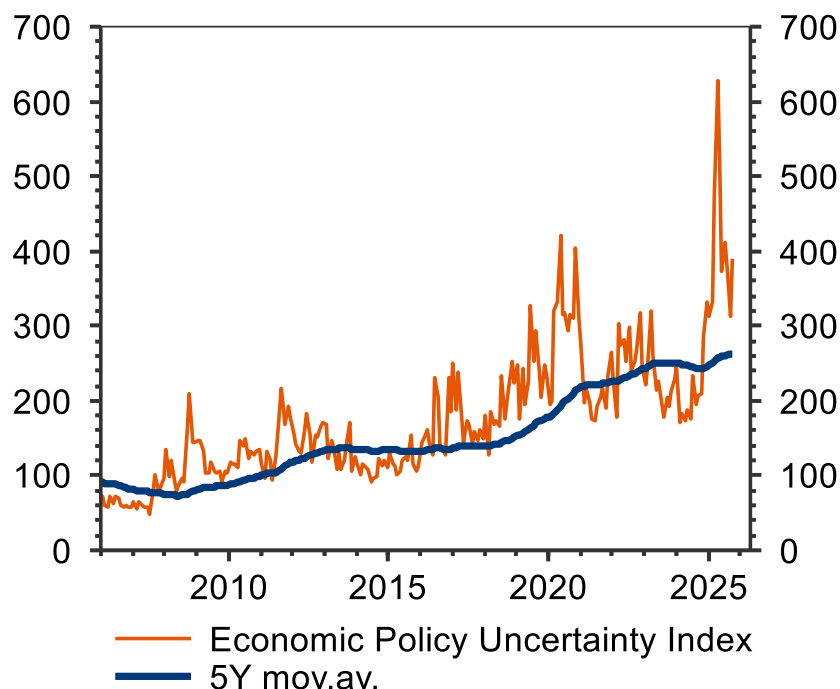
3

**I dazi statunitensi potrebbero cambiare, ma rimarranno**



Fonte: Dipartimento del Commercio degli Stati Uniti, Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti, The Budget Lab

**L'incertezza globale è ancora elevata, ma ben lontana dai picchi**

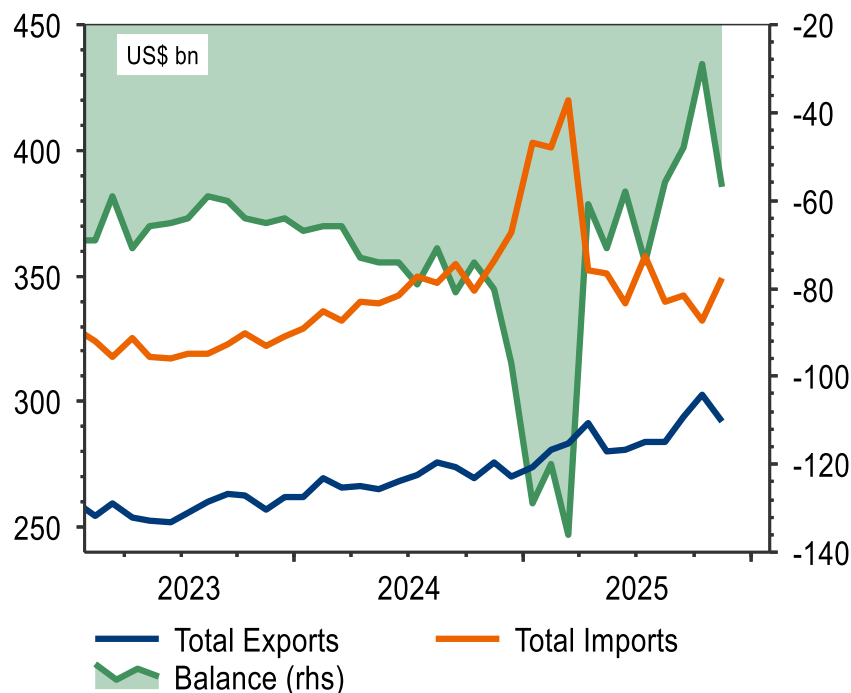


Fonte: EPU

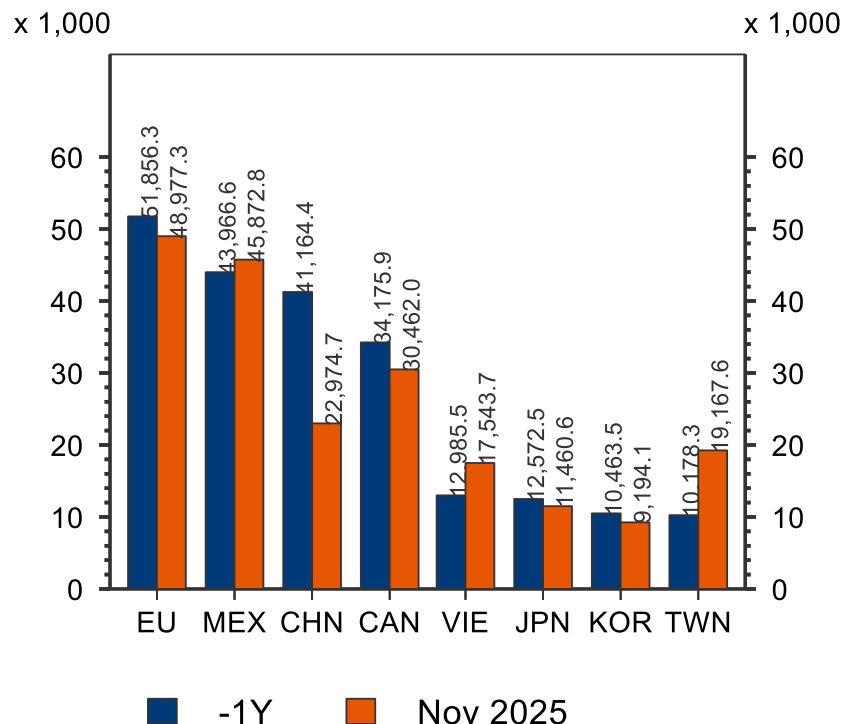
# Come il commercio internazionale degli Stati Uniti è stato influenzato dai dazi doganali

Il “frontloading” ha distorto i flussi di importazione...

... ma la maggior parte del calo dell'import riguarda gli acquisti dalla Cina (con indizi di “triangolazioni” attraverso altri paesi asiatici)



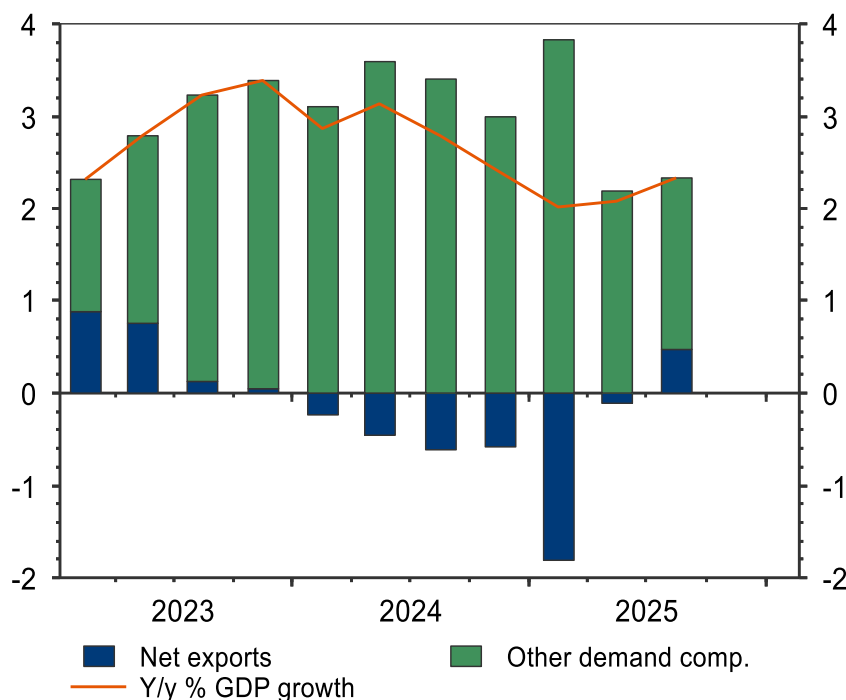
Fonte: BEA



Fonte: BEA

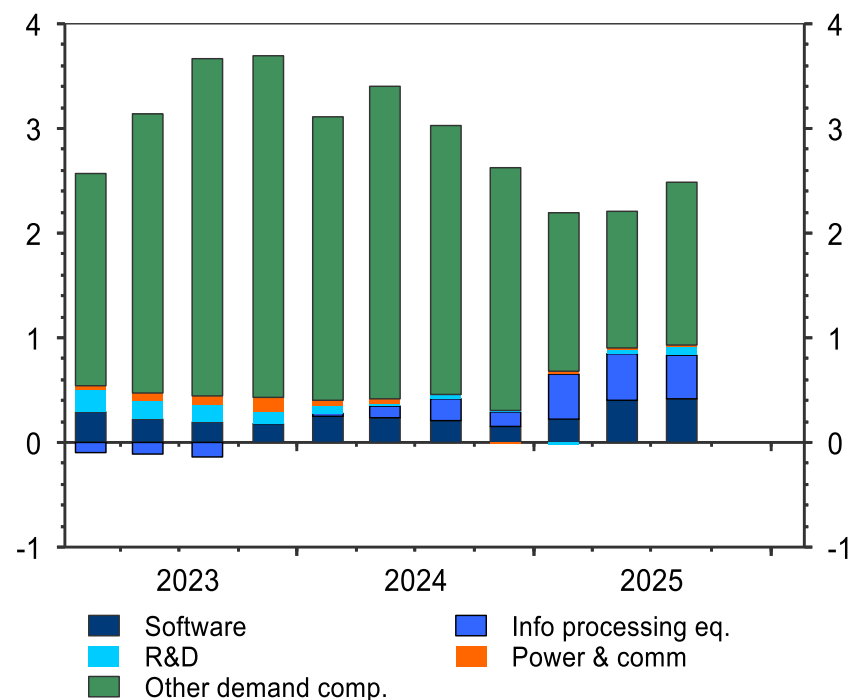
# Stati Uniti: rallentamento mitigato da spesa per IA e miglioramento della bilancia commerciale

L'anticipo delle importazioni ha penalizzato il primo trimestre e sostenuto il secondo e il terzo trimestre del 2025



Fonte: BEA

Gli investimenti in software e apparecchiature informatiche hanno mitigato il rallentamento della domanda finale



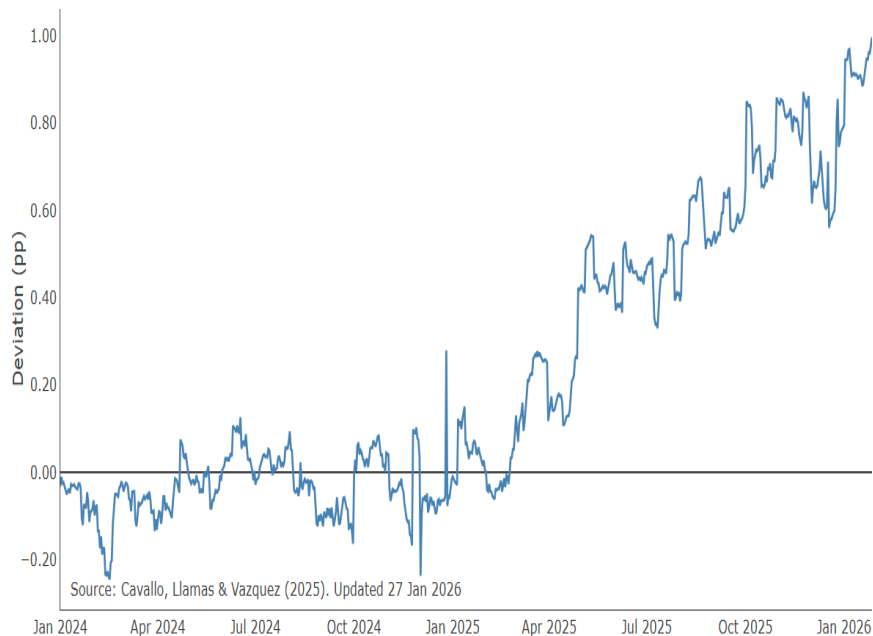
Fonte: BEA

# Impatto inflazionistico significativo ma graduale dei dazi

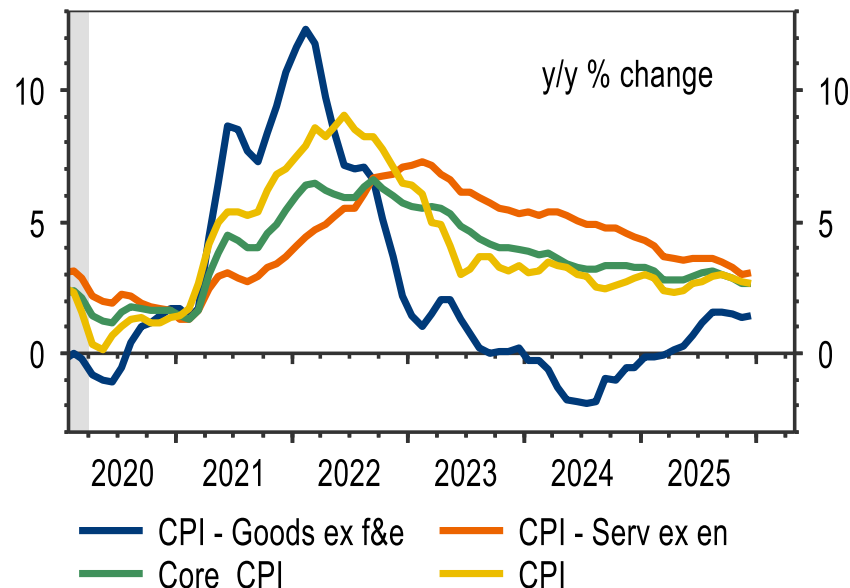
6

L'impatto cumulativo dei dazi sull'indice dei prezzi al consumo (CPI) statunitense, fino a gennaio, è stimato a +1%. Ciò significa che finora solo un terzo dell'impatto dei dazi è stato trasferito sui prezzi.

## Impatto cumulativo dei dazi sull'IPC statunitense secondo Cavallo, Llamas & Vazquez (2025)



## Il rallentamento dei prezzi dei servizi ha prevalso sull'effetto dei dazi sui beni



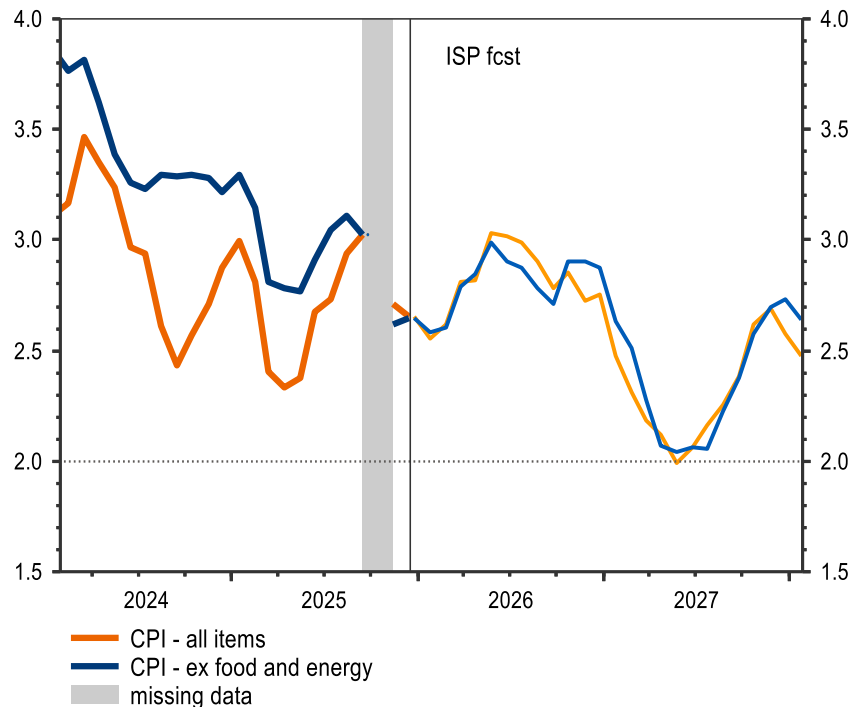
Fonte: A. Cavallo, P. Llamas, F. Vazquez, "Tracking the Short-Run Price Impact of U.S. Tariffs", NBER W.P. n. w34496.

Fonte: BLS, LSEG Datastream, Intesa Sanpaolo

# L'inversione di tendenza del CPI e le pressioni politiche potrebbero rendere la Fed più accomodante nel corso del tempo

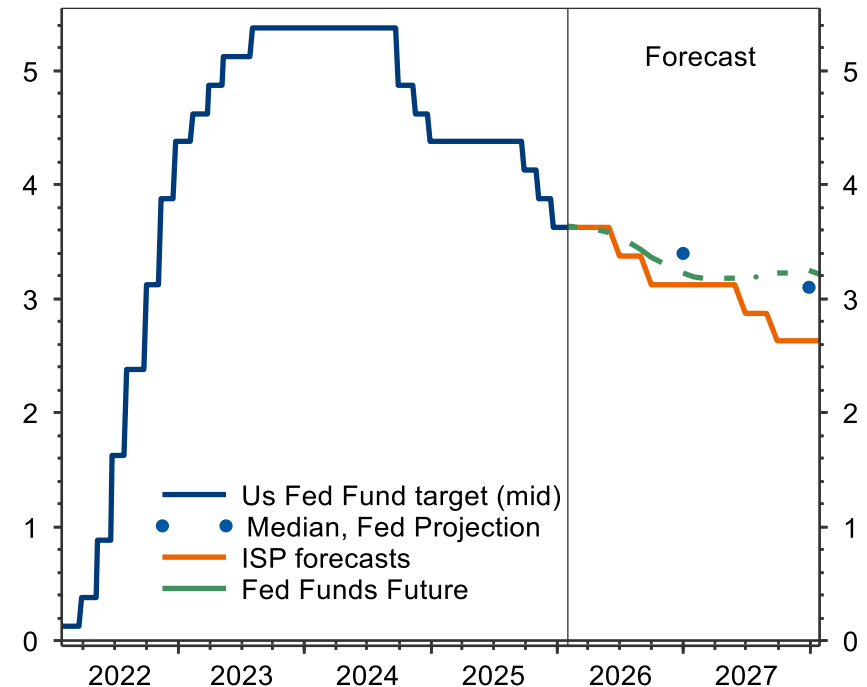
7

Riteniamo che il CPI statunitense abbia ancora margine di crescita prima di rallentare una volta assorbito l'effetto-dazi



Fonte: BLS e proiezioni di Intesa Sanpaolo

Nel tempo, le pressioni politiche potrebbero rendere la Fed leggermente più accomodante



Fonte: LSEG Datastream, proiezioni Intesa Sanpaolo



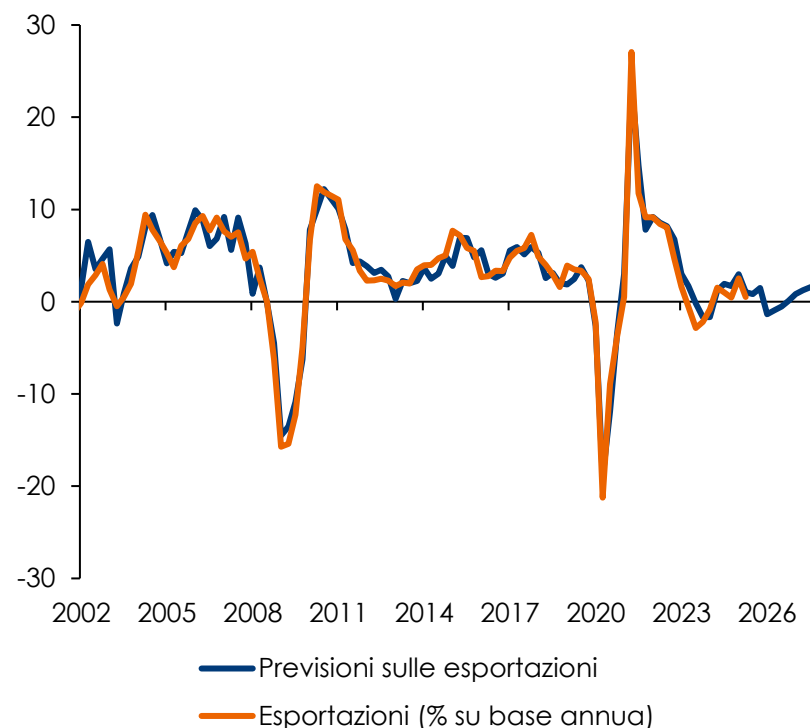
# Eurozona: le esportazioni nette freneranno la crescita nel 2026

**Esportazioni dell'Eurozona verso gli Stati Uniti:  
segnali di “frontloading” a ogni nuovo  
accenno di tensioni commerciali, ma la  
tendenza è al ribasso**



Nota: prezzi costanti. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

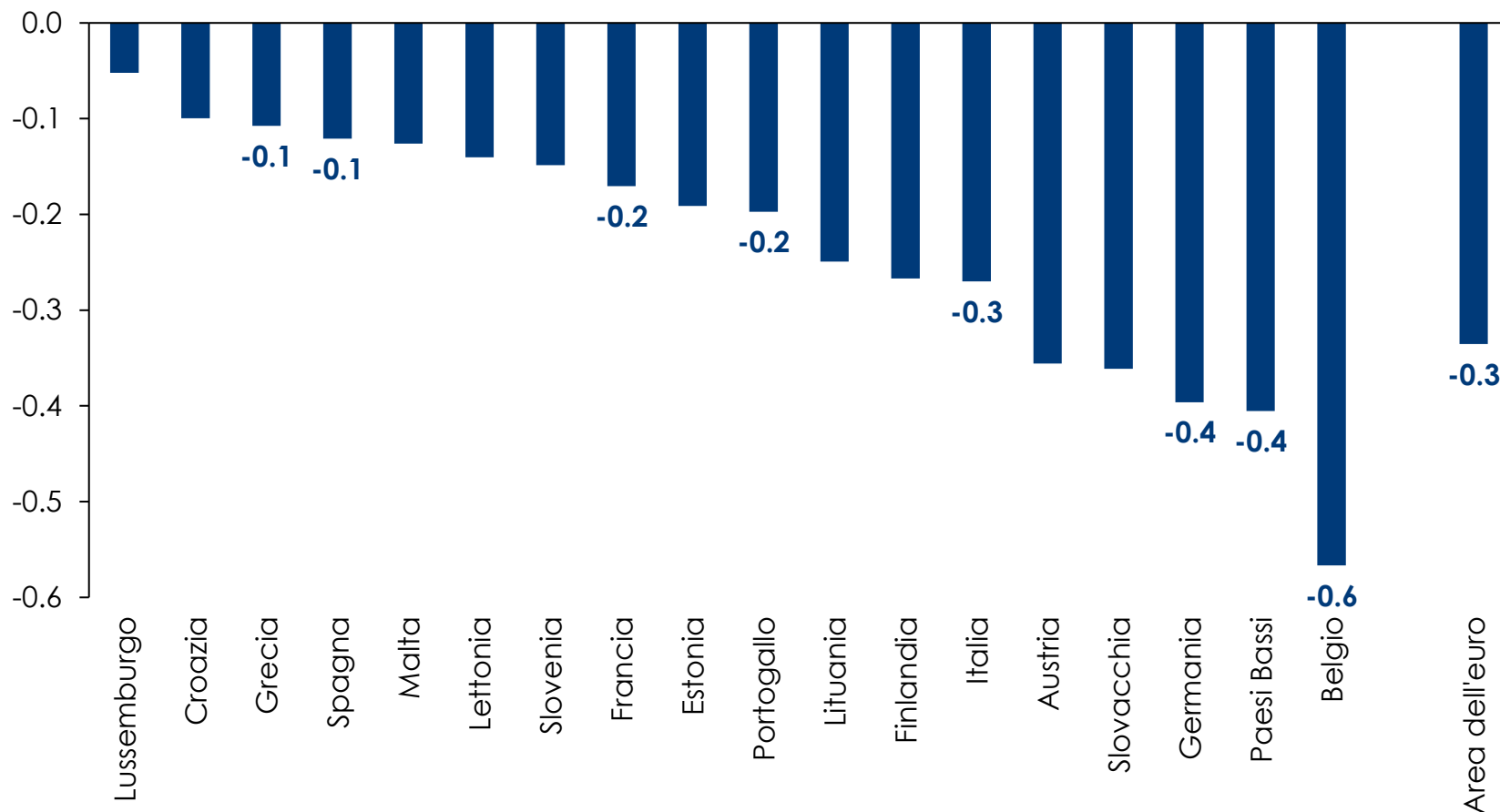
**Dopo una tenuta migliore del previsto nel  
2025, ci attendiamo un rallentamento delle  
esportazioni nel 2026, ma inferiore a  
quanto inizialmente temuto**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

# L'impatto diretto delle tariffe

Stima dell'impatto diretto dei dazi USA rispetto a uno scenario con dazi ai livelli del 2024

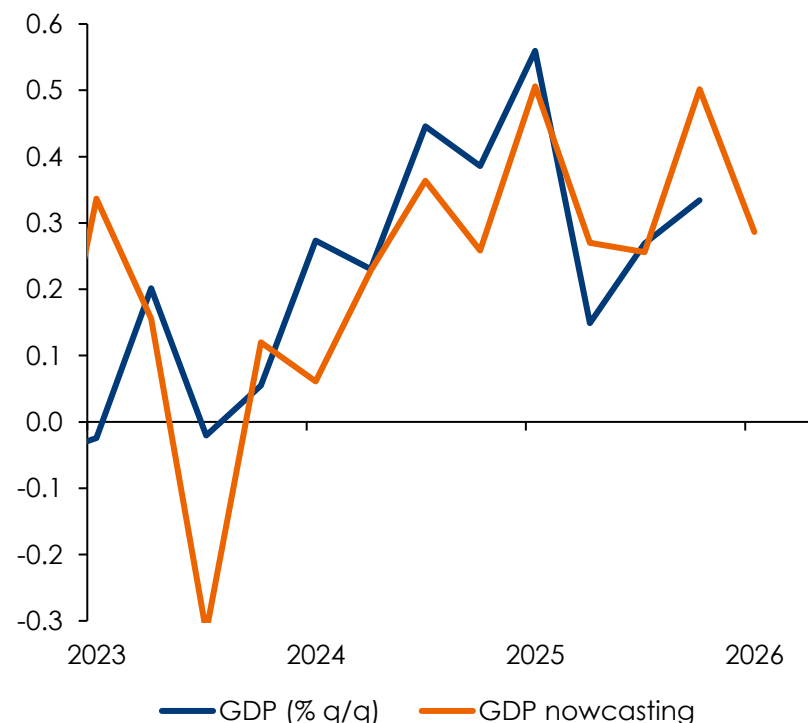
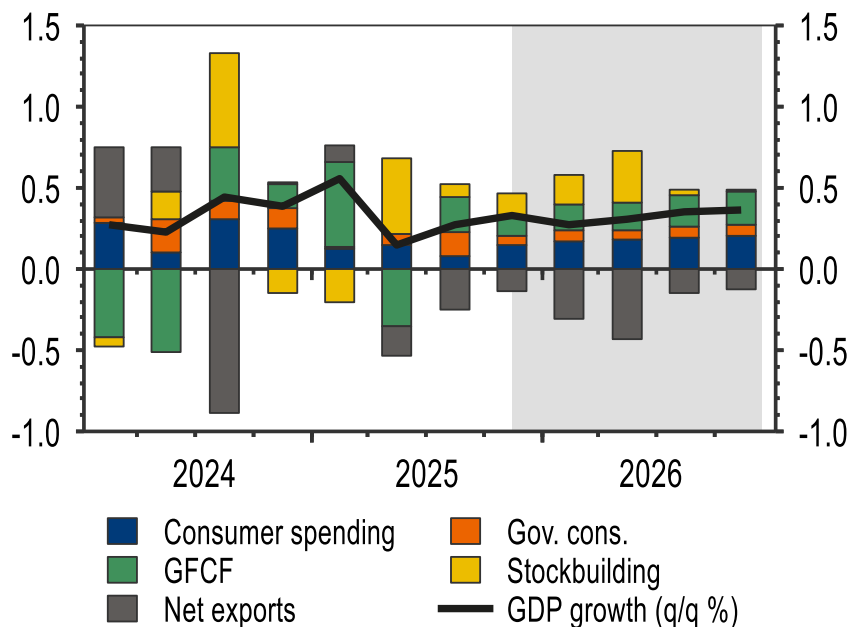


Note: (1) L'impatto è calcolato ipotizzando un trasferimento completo sui prezzi di vendita e utilizzando stime dell'elasticità della domanda rispetto al prezzo al consumo negli Stati Uniti per microsettorre; in assenza di stime specifiche per un microsettorre, viene applicata l'elasticità media ponderata del corrispondente macrosettorre; (2) le stime non considerano la possibilità di trasbordi attraverso paesi soggetti a barriere tariffarie inferiori, né l'adozione di altre misure di mitigazione da parte delle aziende esportatrici; (3) il regime tariffario applicato ad altri paesi potrebbe portare a una riconfigurazione delle quote di mercato.  
Fonte: stime Intesa Sanpaolo

# Resilienza domestica nonostante le sfide esogene

**Nel 2025-26 la ripresa della domanda interna potrebbe compensare il rallentamento del commercio**

**Il recente flusso di dati e indagini è coerente con una stabilizzazione della crescita del PIL intorno a 0,3% t/t all'inizio del 2026**

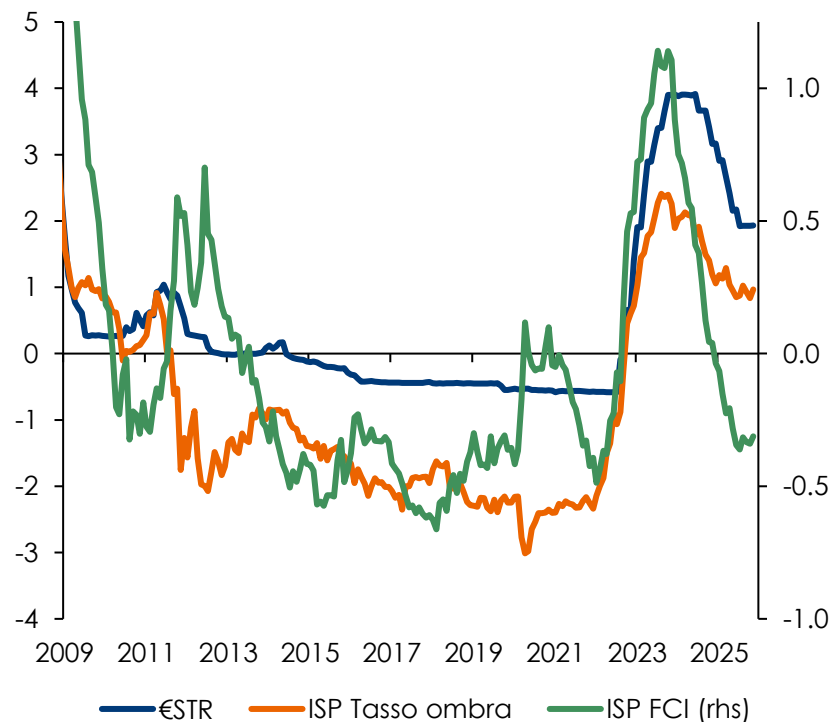


*Nota: contributi alla crescita % t/t del PIL. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo*

*Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo*

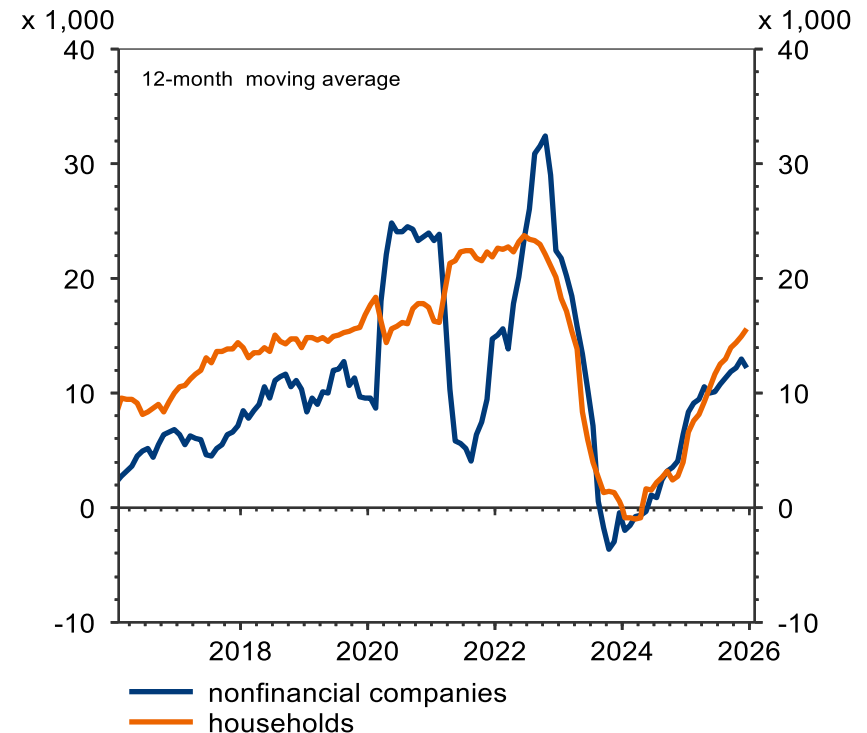
# I tagli dei tassi stanno avendo effetto

I nostri indici proprietari indicano che le condizioni finanziarie si stanno stabilizzando su livelli espansivi



Fonte: Intesa Sanpaolo

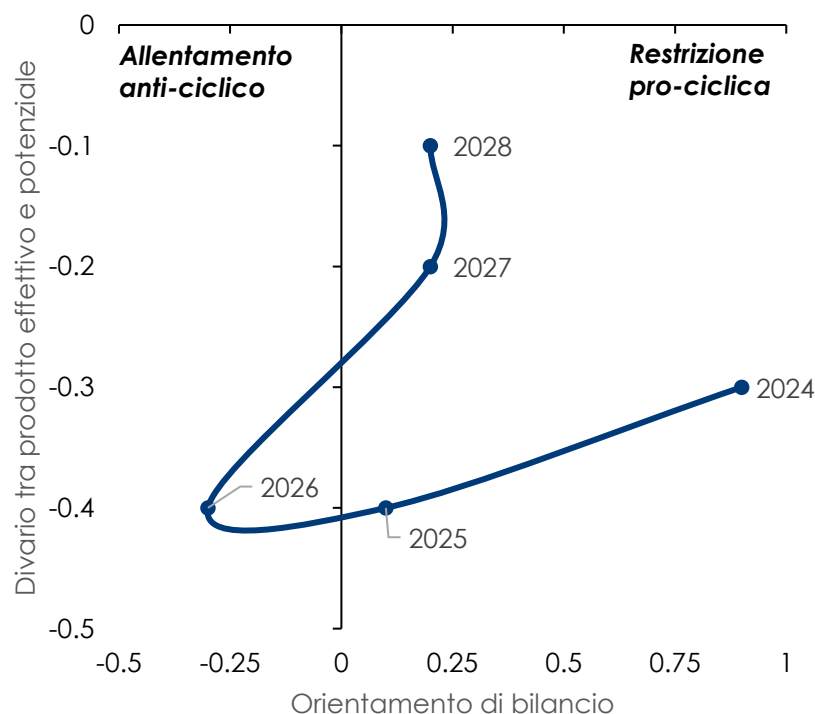
È in atto una ripresa dei flussi di credito



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

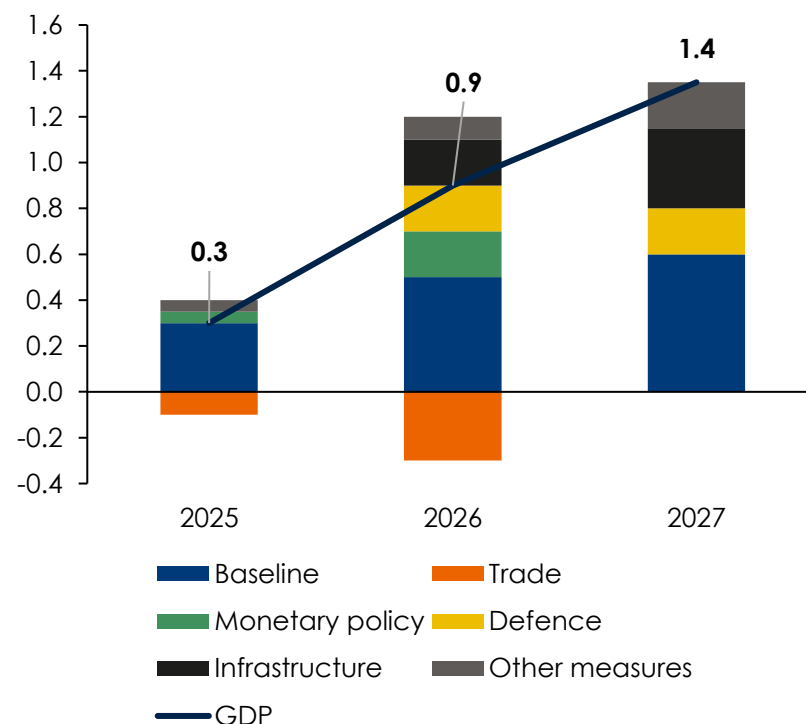
# Politica fiscale: *make Germany (and the euro area) grow again?*

Nell'area euro la politica fiscale dovrebbe diventare espansiva nel 2026, ma la maggior parte dell'allentamento sarà concentrato in Germania



In Germania l'impatto dell'espansione fiscale potrebbe tuttavia rivelarsi minore e più ritardato del previsto

Crescita del PIL (%)



Nota: l'orientamento di bilancio è misurato come variazione annua del saldo primario corretto per il ciclo.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, AMECO, BCE

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

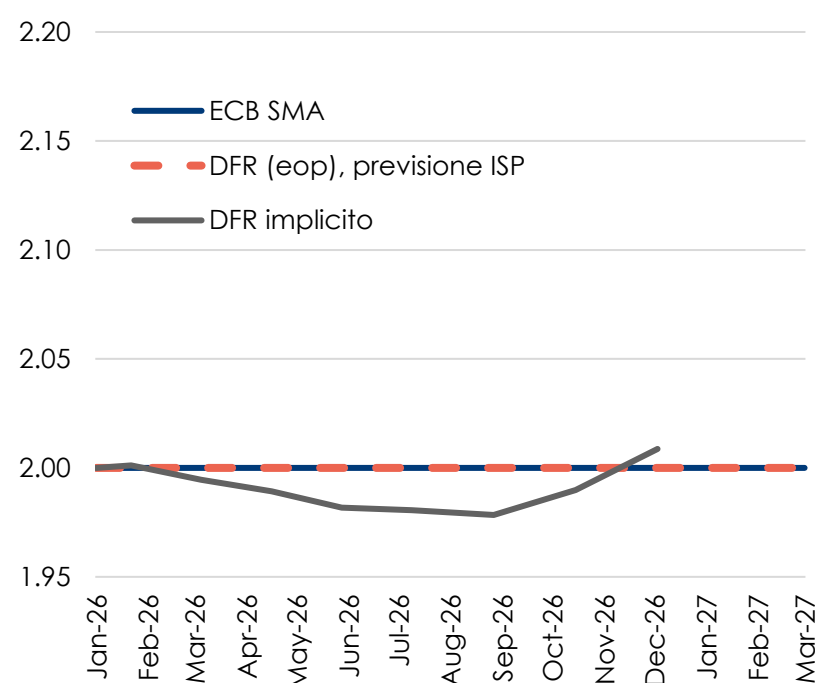
# I tassi sono attesi invariati nel 2026

A dicembre la BCE ha delineato un quadro di crescita più ottimistico, con pressioni sui prezzi più forti nel settore dei servizi, ma con prospettive più negative sui prezzi delle esportazioni cinesi

Le aspettative di un taglio finale sono svanite. I mercati stanno iniziando a scontare (ma non completamente) un aumento dei tassi nel 2027

	2025	2026	2027	2028
<b>PIL reale</b>	1,4 (+0,2)	1,2 (+0,2)	1,4 (+0,1)	1,4
<b>PIL reale esclusa l'Irlanda</b>	1,0	1,1	1,3	1,3
<b>IAPC</b>	2,1 (=)	1,9 (+0,2)	1,8 (-0,1)	2,0
<b>IPCA core</b>	2,4 (=)	2,2 (+0,3)	1,9 (+0,1)	2,0
<b>IPCA servizi</b>	3,4 (=)	3,0 (+0,3)	2,6 (+0,3)	2,5
<b>Retribuzione per dipendente</b>	4,0 (+0,6)	3,2 (+0,5)	2,9 (+0,2)	3,0
<b>Domanda estera dell'area dell'euro</b>	3,8 (1,0)	1,9 (+0,5)	3,1 (=)	3,0
<b>Prezzi all'esportazione dei concorrenti in valuta nazionale</b>	1,1 (-0,5)	1,6 (-0,5)	2,0 (-0,3)	2,0

Nota: % su base annua; le revisioni rispetto alle previsioni di settembre sono riportate tra parentesi. Fonte: proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema per l'area dell'euro, dicembre 2025



Fonte: Intesa Sanpaolo, ECB Survey of Monetary Analysis, LSEG Datastream

# Lo scenario centrale per il 2026

- Prezzi **energetici** stabili
- Crescita globale proveniente per oltre il 50% dall'**Asia**
- Crescita stabile negli **Stati Uniti**, sostenuta anche da stimoli fiscali
- Crescita media annua più bassa rispetto al 2025 nell'**Eurozona** (ma più elevata dell'anno scorso se si esclude l'Irlanda)
- **Inflazione** in calo al di sotto del 2% nell'Eurozona; in rallentamento ma ancora sopra il 2% negli Stati Uniti
- **La Federal Reserve** dovrebbe riprendere a tagliare i tassi da giugno in poi (ci aspettiamo una riduzione di 50 punti base nel 2026)
- **La BCE** è attesa mantenere i tassi invariati per tutto il 2026
- **EUR/USD** ora ai livelli massimi
- **Indici azionari** ancora in crescita

# Sommario

**1** Le prospettive globali ed europee

**2** Cosa può andare storto? E cosa può sorprendere in positivo?

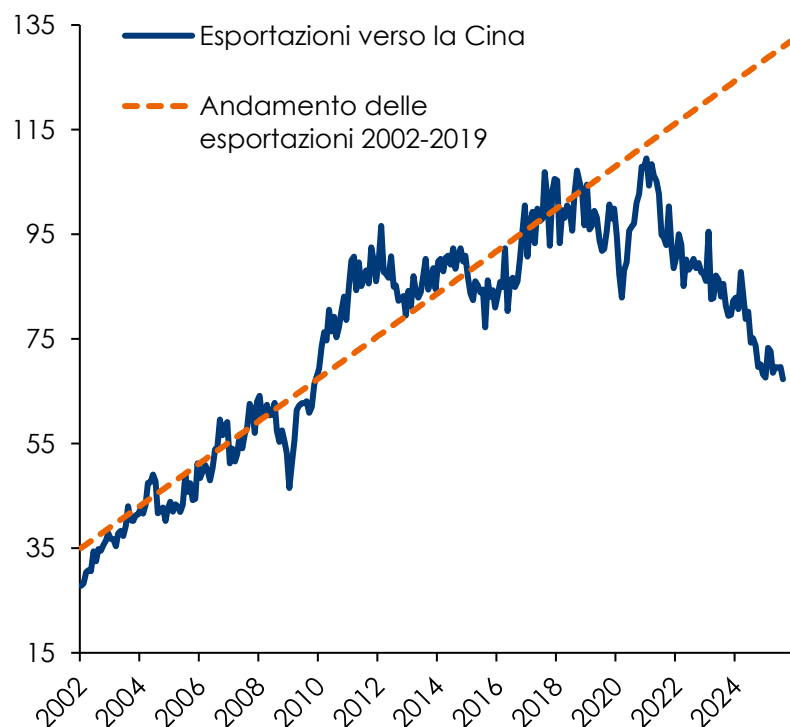
**3** Italia: nonostante una crescita moderata, prosegue il consolidamento fiscale



# Cosa potrebbe andare storto?

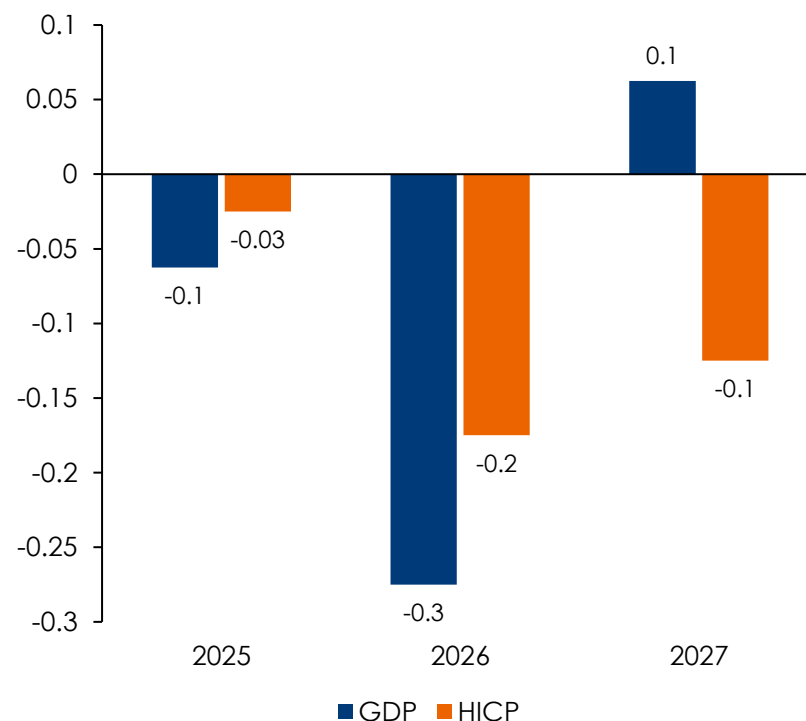
## 1. Il mercantilismo cinese è una grave minaccia

Un “nuovo mondo” nelle  
relazioni commerciali tra  
UE e Cina?



Nota: prezzi costanti. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

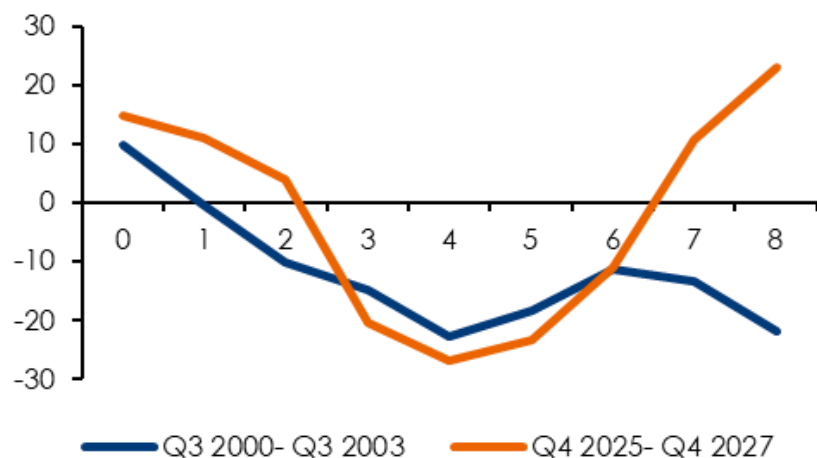
Impatto sulla crescita e  
sull'inflazione di un calo del 10%  
dei prezzi delle esportazioni  
cinesi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su stime BCE

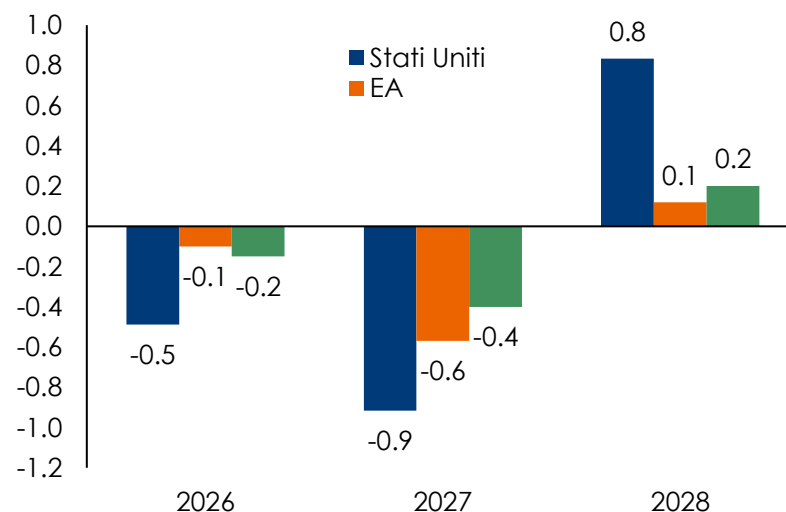
## 2. Effetto IA sul mercato azionario: deflazione ordinata o scoppio di una bolla?

Simulando una correzione simile alla crisi delle dotcom a partire dall'inizio del 2026, sebbene seguita da una ripresa dalla seconda metà del 2027...



Nota: indice S&P 500, variazione percentuale su base annua; dati trimestrali

...la crescita del PIL nel 2026-27 risulterebbe significativamente inferiore rispetto allo scenario di base



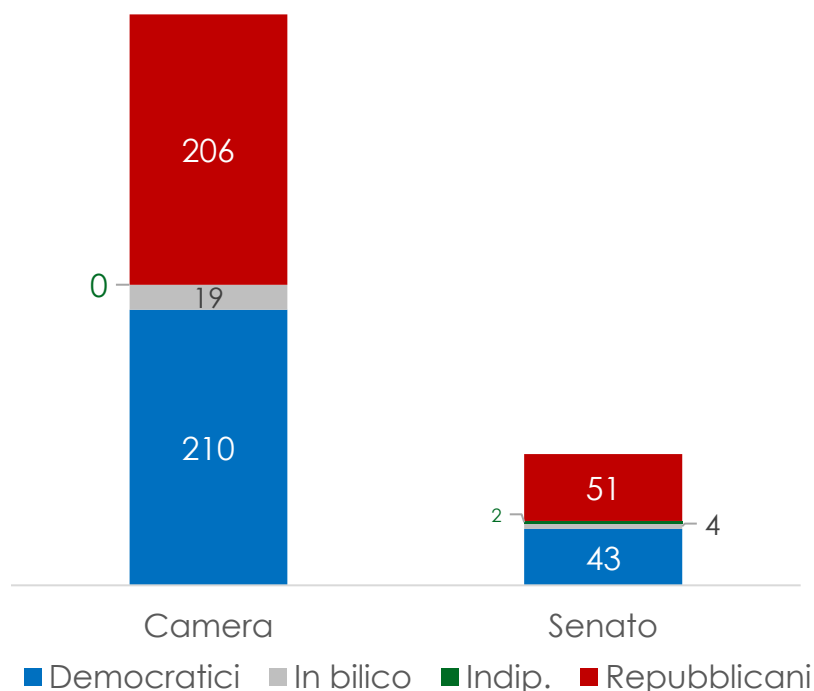
Nota: differenza tra i tassi di crescita del PIL nello scenario alternativo e nello scenario di base; lo scenario alternativo include una risposta di politica monetaria. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo Research Department

### 3. Rischi geopolitici sempre più sotto i riflettori

	Ipotesi di base	Scenari alternativi	Principali canali di trasmissione
<b>Iran</b>	Azione militare limitata contro la leadership iraniana e le milizie, con impatto marginale sulle infrastrutture petrolifere del Golfo	I disordini e i conflitti potrebbero intensificarsi e interrompere temporaneamente le esportazioni di petrolio e gas dalla regione	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prezzi dell'energia</li> </ul>
<b>Taiwan</b>	Intensificazione delle esercitazioni militari cinesi. Nessun blocco aereo/navale o invasione all'orizzonte	La Cina potrebbe decidere di assumere il controllo di Taiwan attraverso un blocco o un'invasione entro l'orizzonte previsionale	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mercati finanziari</li> <li>• GVC (semiconduttori + trasporto marittimo attraverso lo Stretto di Taiwan)</li> </ul>
<b>Groenlandia</b>	Situazione invariata (il Congresso, i mercati e l'opinione pubblica frenano l'aggressività dell'amministrazione Trump)	Occupazione militare o acquisto da parte degli Stati Uniti, con ripercussioni sulle relazioni commerciali con l'UE	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fiducia [?]</li> <li>• Mercati finanziari [?]</li> <li>• Commercio [?]</li> </ul>
<b>Ucraina</b>	Proseguimento della guerra di logoramento nell'orizzonte previsionale	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Cessate il fuoco</li> <li>2. Crollo della resistenza ucraina</li> </ol>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fiducia nell'Europa</li> <li>• Prezzi dell'energia [?]</li> </ul>

## 4. Politica statunitense: elezioni di medio termine

**Sondaggi sulle prossime elezioni di medio termine negli Stati Uniti: i democratici hanno la possibilità di ribaltare la situazione alla Camera, ma il risultato non è scontato**

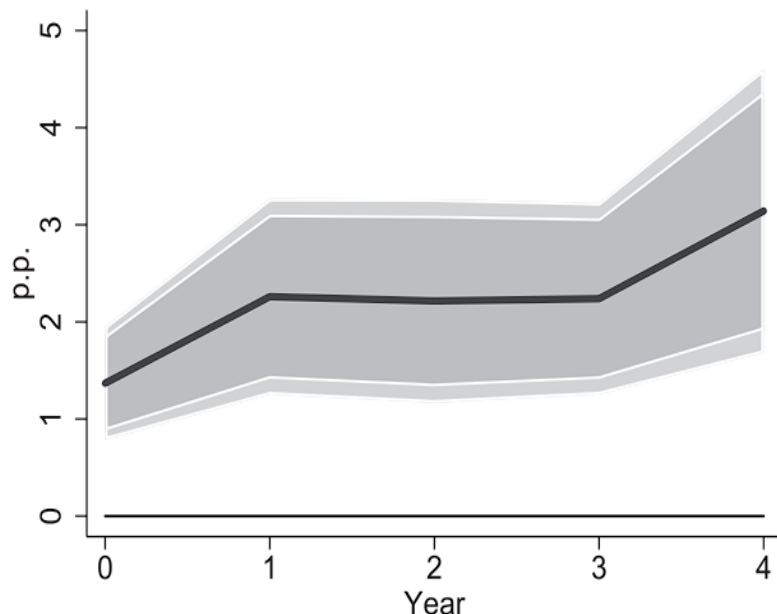


Fonte: 270towin.com

- Elezioni di medio termine (novembre 2026): i Democratici potrebbero conquistare il controllo della Camera, mentre il Senato dovrebbe rimanere repubblicano.
- Questo risultato migliorerebbe il sistema di «pesi e contrappesi», favorendo la stabilità.
- **Rischi:**
  - Primarie democratiche
  - **Trump potrebbe interferire con il voto**
- Trump vorrebbe mettere la Fed sotto il pieno controllo del potere esecutivo attraverso intimidazioni e il controllo sul turnover. Tuttavia, la recente nomina di Warsh a presidente della Fed non è tra le opzioni peggiori immaginabili.

## 5. L'insostenibilità politica del consolidamento fiscale in Europa

Risposta dei partiti estremisti all'austerità in termini di percentuale di voti



Fonte: Ricardo Duque Gabriel, Mathias Klein, Ana Sofia Pessoa (2026): "The Political Costs of Austerity" (I costi politici dell'austerità), *The Review of Economics and Statistics* vol. 108 numero 1, gennaio 2026. Il grafico mostra la risposta impulsiva in punti percentuali della quota di voti dei partiti estremisti a una variazione dell'1% della spesa pubblica indotta dall'austerità. Le bande rappresentano intervalli di confidenza del 90% (scuro) e del 95% (chiaro).

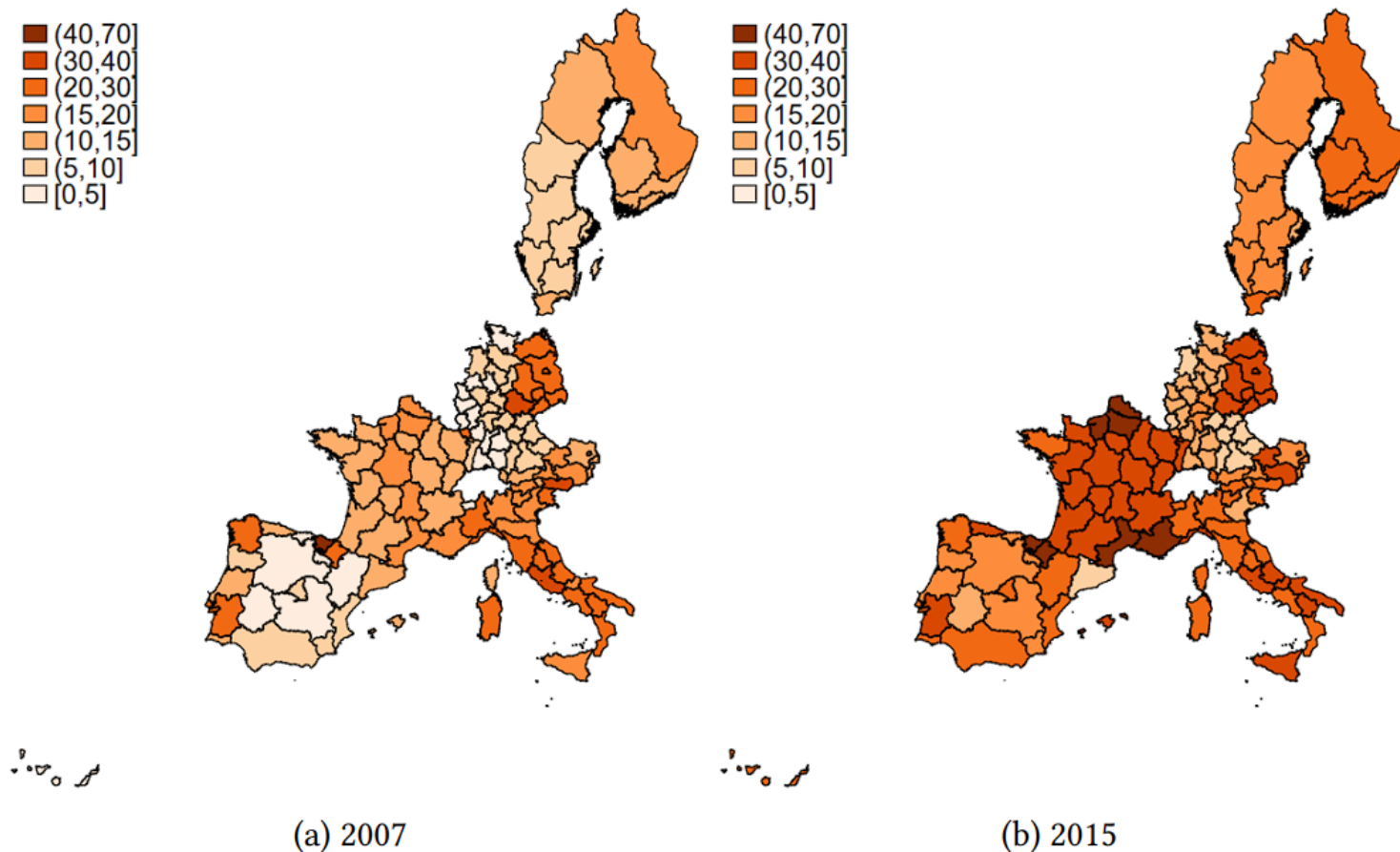
È dimostrato che **l'austerità fiscale porta a:**

- **Un aumento significativo della percentuale di voti dei partiti estremisti** (1-2% per ogni riduzione dell'1% della spesa pubblica indotta dall'austerità dopo 1 anno);
- **Una minore affluenza alle urne** (-1/2% per ogni 1% di taglio alla spesa pubblica indotto dall'austerità dopo 2 anni);
- Un **aumento della frammentazione politica** (in crescita nel tempo);
- **L'austerità favorisce sia i partiti di estrema sinistra che quelli di estrema destra** (con elasticità sostanzialmente simili).

**L'austerità fiscale può essere sostenibile solo per maggioranze ampie e omogenee, anche se attuata all'inizio della legislatura.**

# Un forte aumento della radicalizzazione degli elettori si è verificato già tra il 2007 e il 2015...

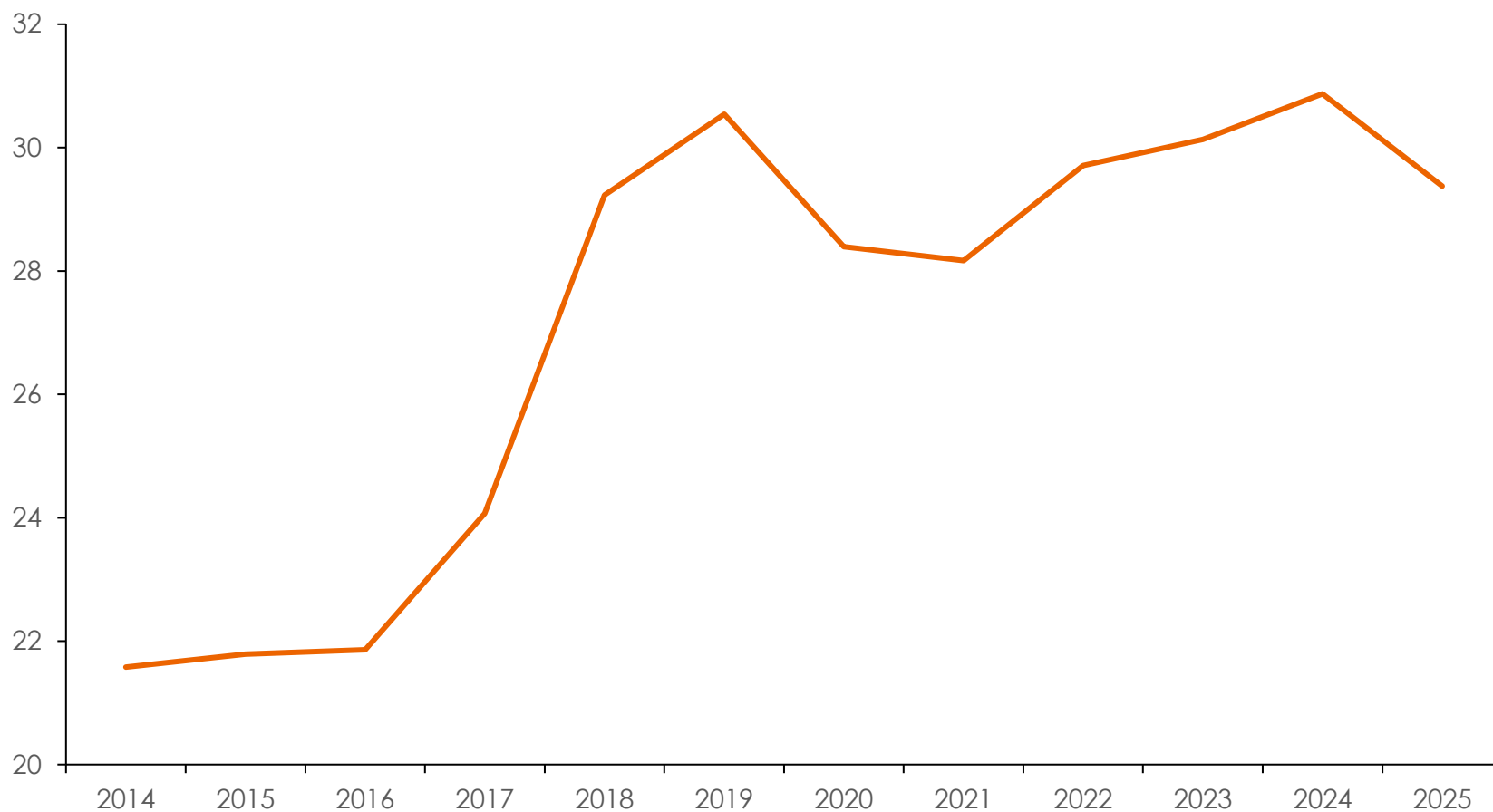
Quote di voto regionali dei partiti estremisti nel 2007 e nel 2015



Fonte: Gabriel, Ricardo Duque e Klein, Mathias e Pessoa, Ana Sofia, *The Political Costs of Austerity* (1 luglio 2022). Disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4160971> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4160971>

# ...che si è poi consolidato nel decennio successivo

Sostegno ai partiti estremisti nelle elezioni nazionali ed europee, 2014-25

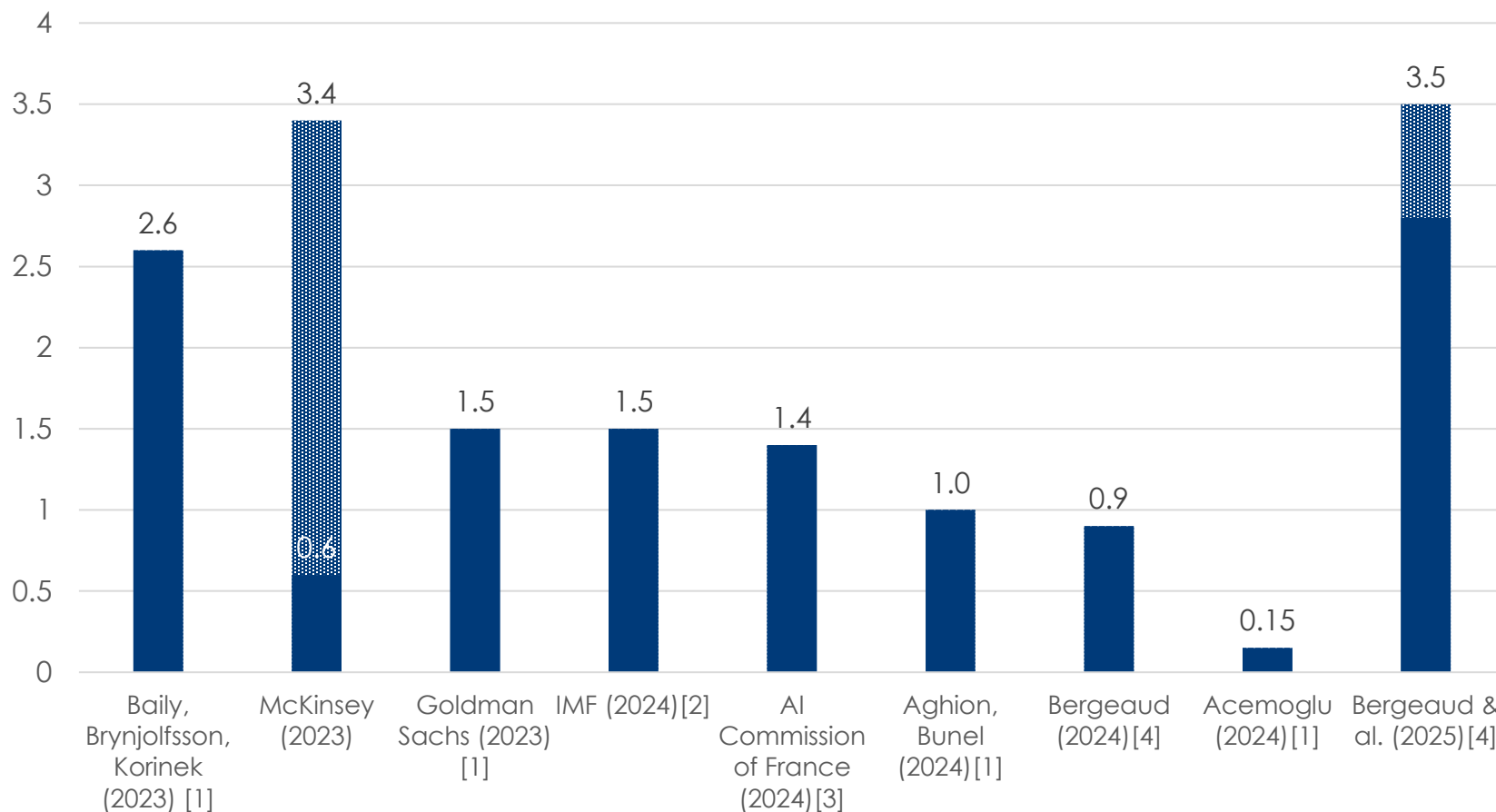


*Nota: calcolato sulla base dei dati relativi alle elezioni in Francia, Germania, Italia, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna; i risultati nazionali sono ponderati in base alla popolazione. Fonte: Intesa Sanpaolo Research Department*

# Lo shock positivo principale potrebbe derivare dalla rapida diffusione dell'IA, che porterebbe a maggiori guadagni di produttività

23

Aumento complessivo previsto della produttività del lavoro nei 10 anni successivi all'introduzione dell'IA

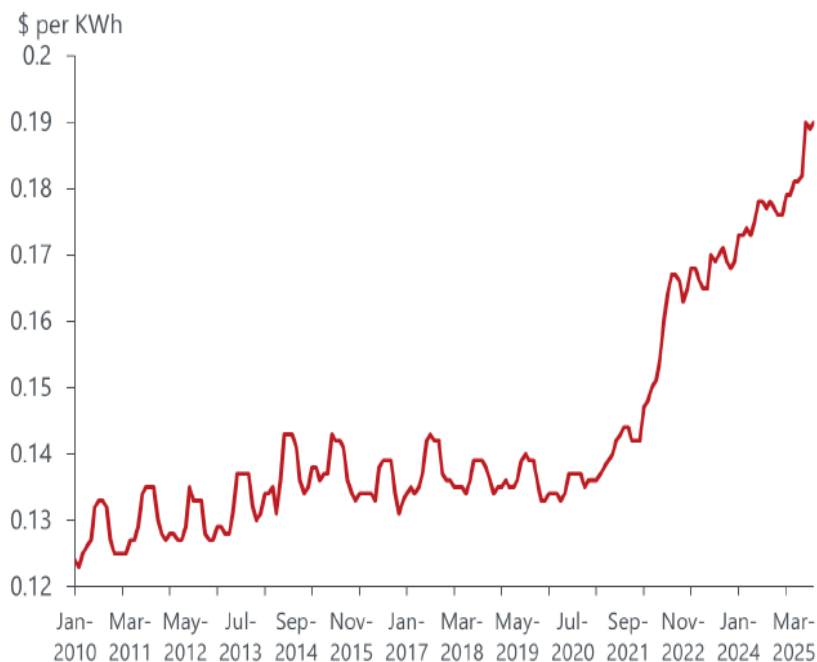


Note: (1) Stati Uniti; (2) Regno Unito; (3) Francia; (4) Eurozona. Fonte: Francesco Filippucci, Peter Gal e Matthias Schief: "Miracle or Myth? Assessing the macroeconomic productivity gains from Artificial Intelligence", OECD Artificial Intelligence Papers n. 29, November 2024; Antonin Bergeaud, Guzmán González-Torres Fernández, Vincent Labhard e Richard Sellner: "AI can boost productivity – if firms use it", ECB Blog, 28 March 2025.



# Possibili effetti inflazionistici, vantaggi commerciali soprattutto per l'Asia

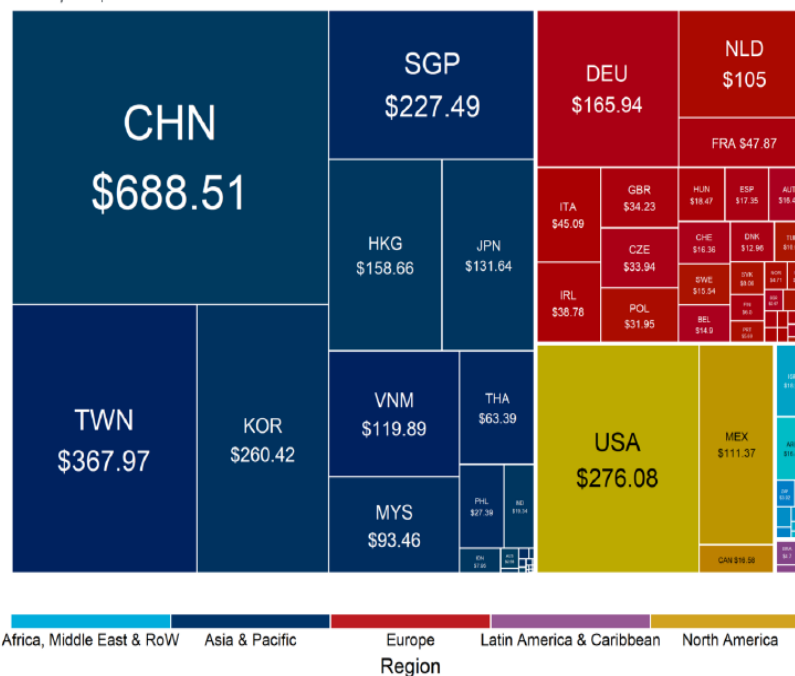
**Pressione al rialzo sui prezzi dell'energia?**  
(prezzi medi dell'elettricità negli Stati Uniti,  
media delle città)



Fonte: BLS

**Il canale del commercio estero: una sorpresa positiva dagli investimenti nell'IA andrebbe principalmente a vantaggio dell'Asia**

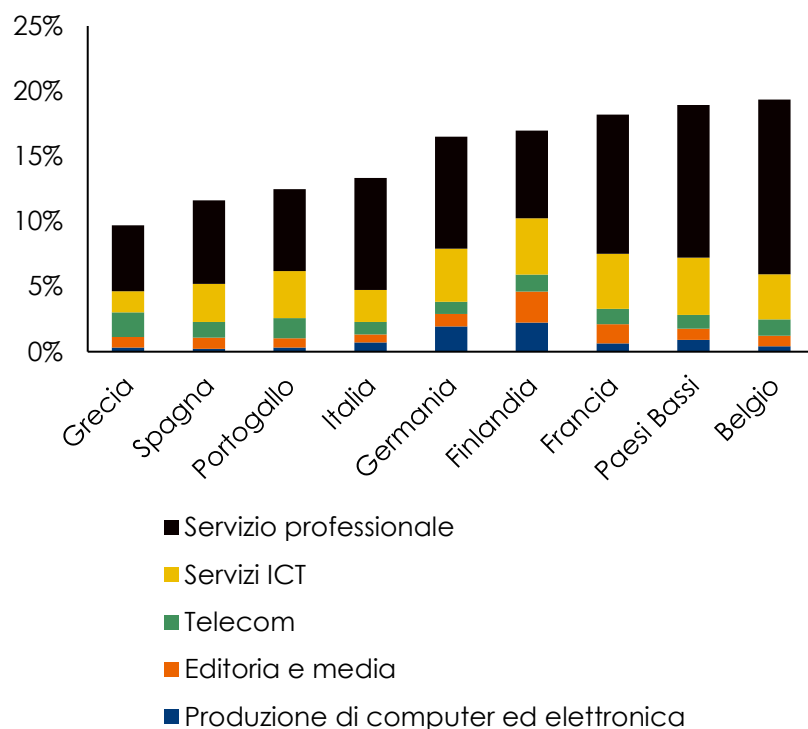
Global: AI exports, by origin  
2025, US\$ bn



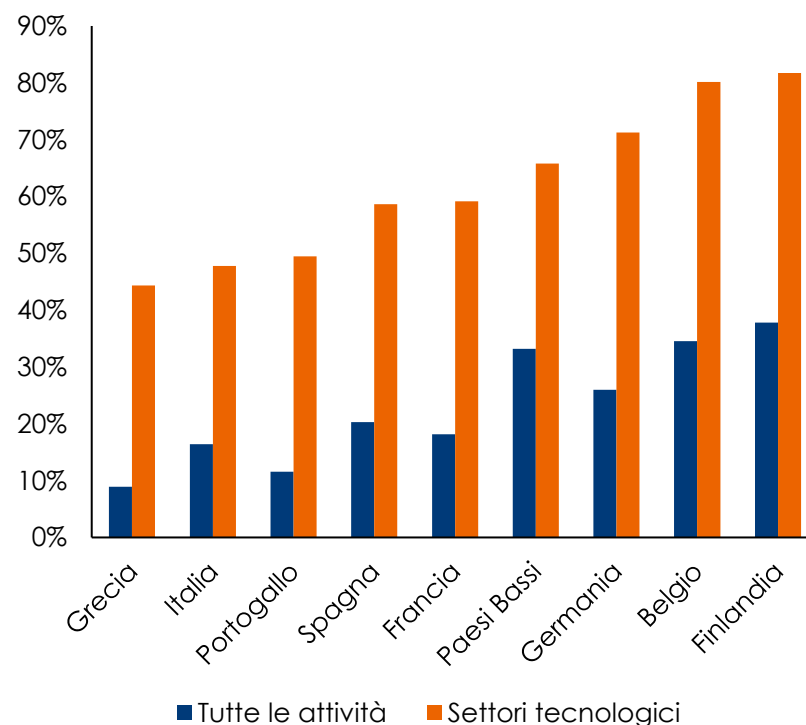
# L'Intelligenza Artificiale: una nuova fonte di divario tra Nord e Sud Europa?

25

Quote di valore aggiunto (%) dei settori economici più esposti all'IA



Percentuale di aziende (con più di 10 dipendenti) che utilizzano almeno una tecnologia di IA



Nota: la Pubblica Amministrazione e le famiglie in qualità di datori di lavoro sono escluse dal calcolo delle quote di valore aggiunto. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, OCSE

Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, OCSE Intesa Sanpaolo

# Ordine del giorno

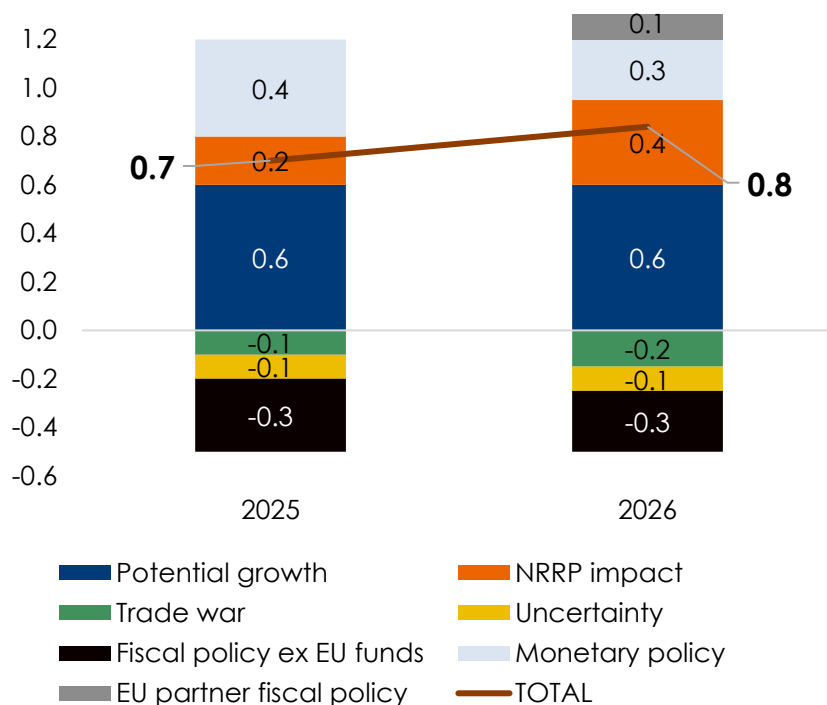
**1** Le prospettive globali ed europee

**2** Cosa può andare storto? E cosa può sorprendere in positivo?

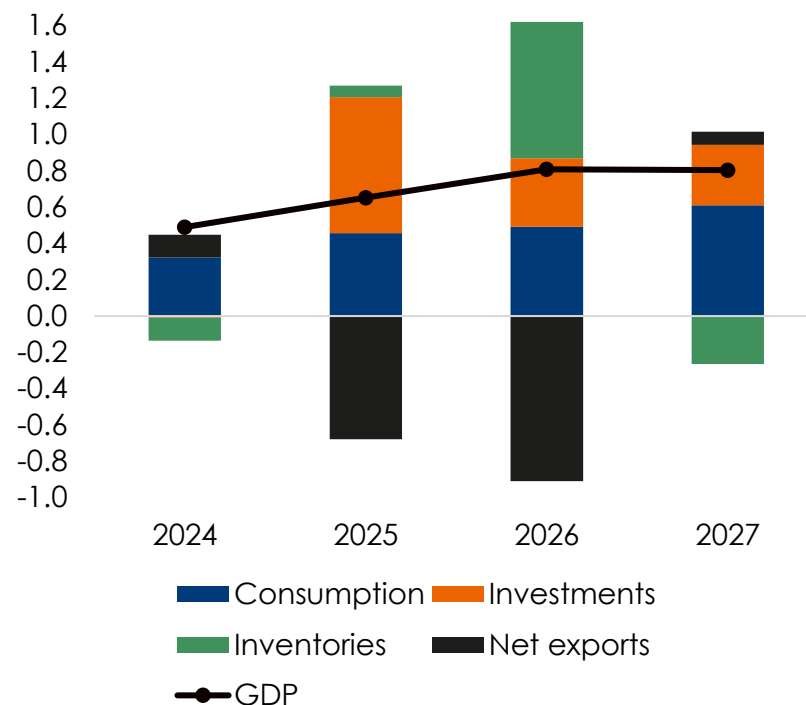
**3** **Italia: nonostante una crescita moderata, prosegue il consolidamento fiscale**

# Cosa determinerà la crescita del PIL?

Il commercio internazionale, l'incertezza e la politica fiscale domestica peseranno sulla crescita. La politica monetaria e i fondi UE potrebbero fornire sostegno



La crescita sarà trainata dalla domanda interna

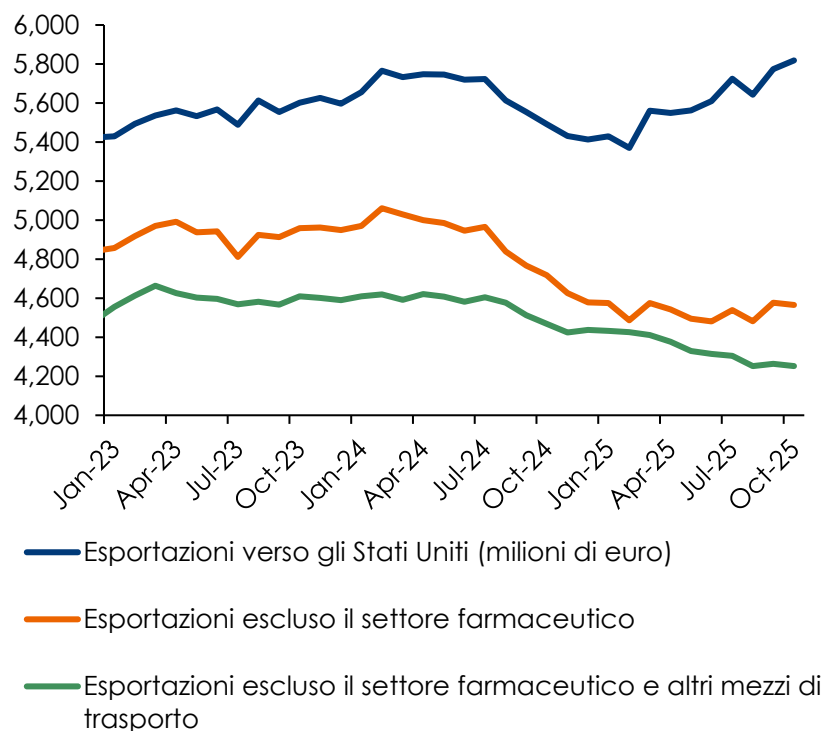


Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

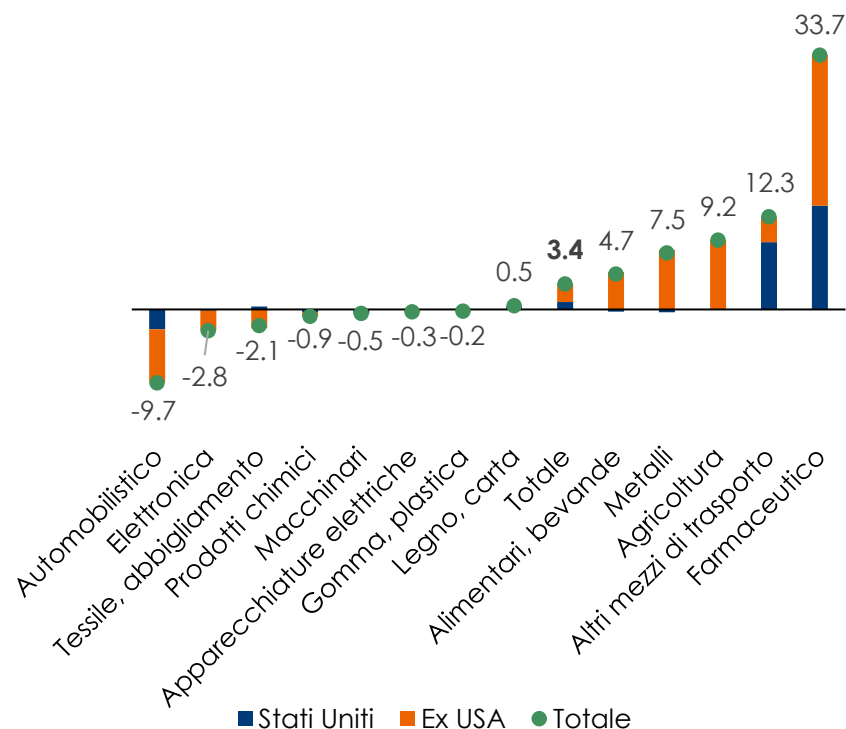
# Una notevole resilienza dell'export italiano (ma concentrata in alcuni settori)

Escludendo il farmaceutico e gli altri mezzi di trasporto (principalmente navi), il quadro delle esportazioni italiane verso gli Stati Uniti è meno roseo



Nota: media mobile a 12 mesi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Comext

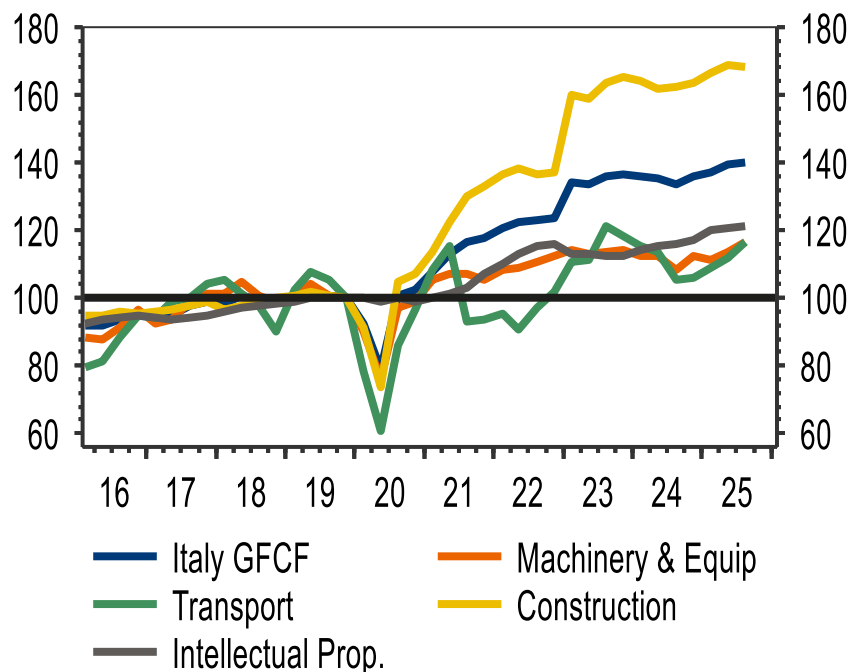
Contributi degli Stati Uniti e degli altri paesi alle esportazioni italiane nei primi 10 mesi dell'anno  
Variazione % annua



Nota: prezzi correnti. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

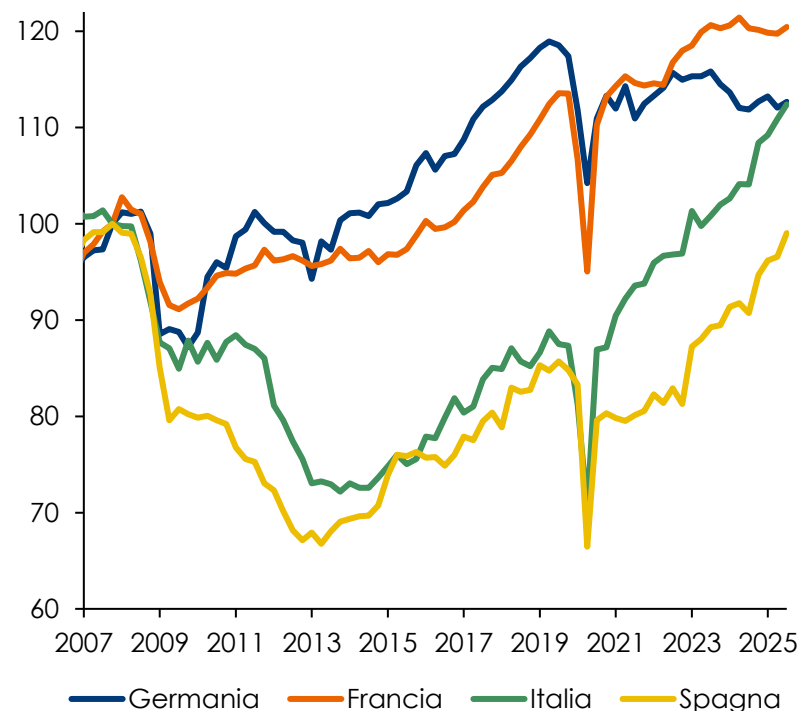
# Un'economia trainata dagli investimenti

**Italia: investimenti fissi lordi (GFCF) per componenti**  
2019 Q4 = 100



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

**Inversione di tendenza: investimenti produttivi (escluse le abitazioni) dalla crisi finanziaria globale ad oggi**



Nota: 4° trimestre 2007 = 100. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

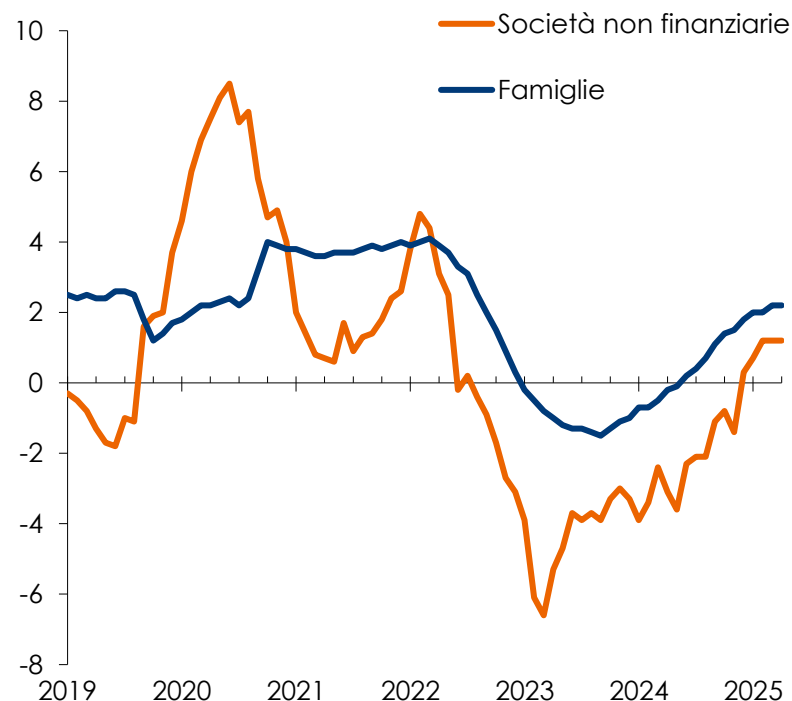
# Il ciclo degli investimenti non è finito...

**Le aspettative delle imprese  
sono coerenti con una crescita  
degli investimenti ancora  
positiva nel 2026-27**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, AMECO

**Flussi di credito (% a/a)**

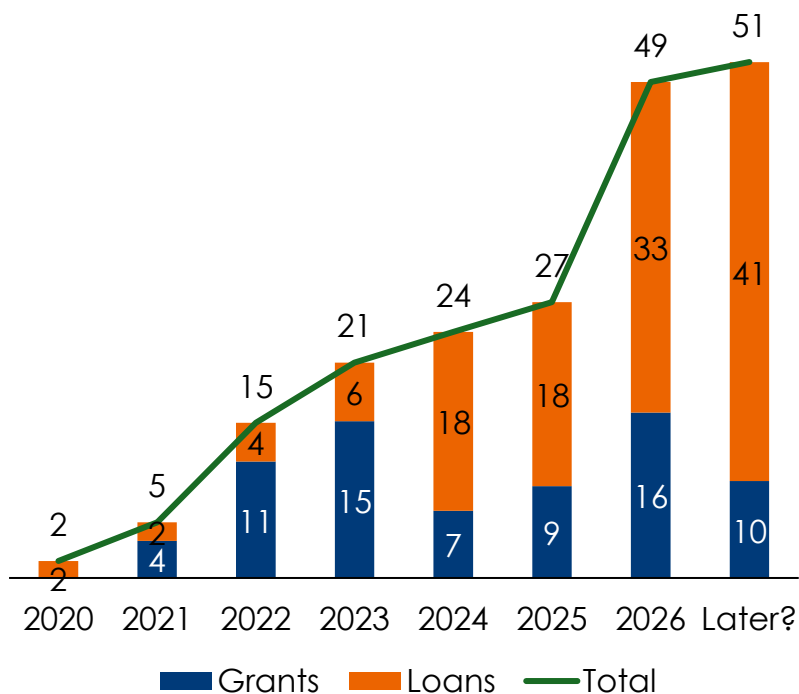


Fonte: Intesa Sanpaolo, Banca d'Italia

## ...e la spinta dal PNRR potrebbe essere più tangibile

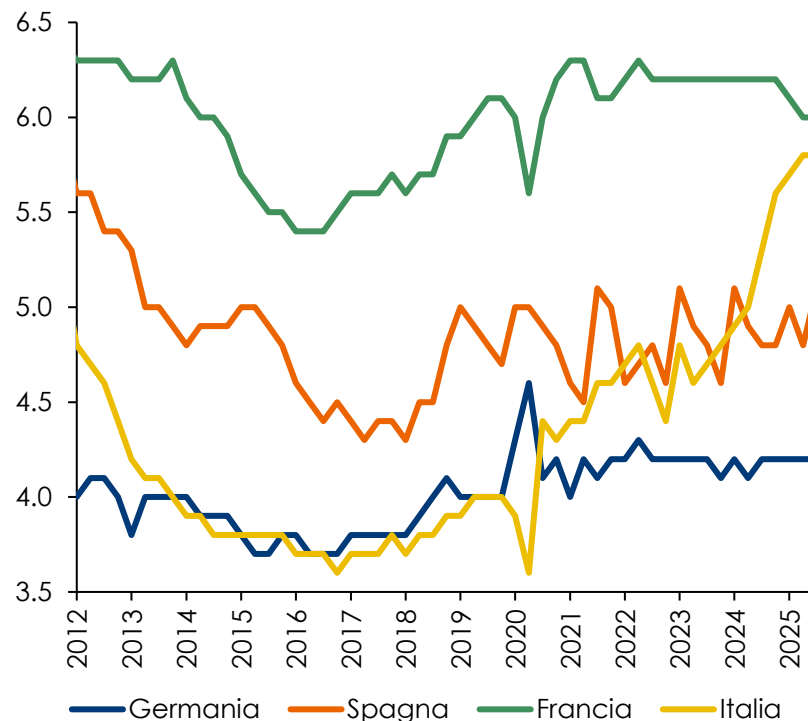
Fino al 2025 sono stati ricevuti 153 miliardi e ne sono stati utilizzati 110 (di cui circa 95 spesi); 20 miliardi circa saranno destinati a strumenti finanziari con capacità di spesa oltre il 2026. In ogni caso, non è certo che l'importo ricevuto (194 miliardi, in teoria) corrisponderà alla spesa totale, anche oltre il 2026.

**Il profilo più aggiornato del Governo sulla spesa finanziata dai fondi NGEU**



Nota: miliardi di euro. Fonte: Governo italiano, Intesa Sanpaolo

**Investimenti nell'edilizia non residenziale**  
(% del PIL)

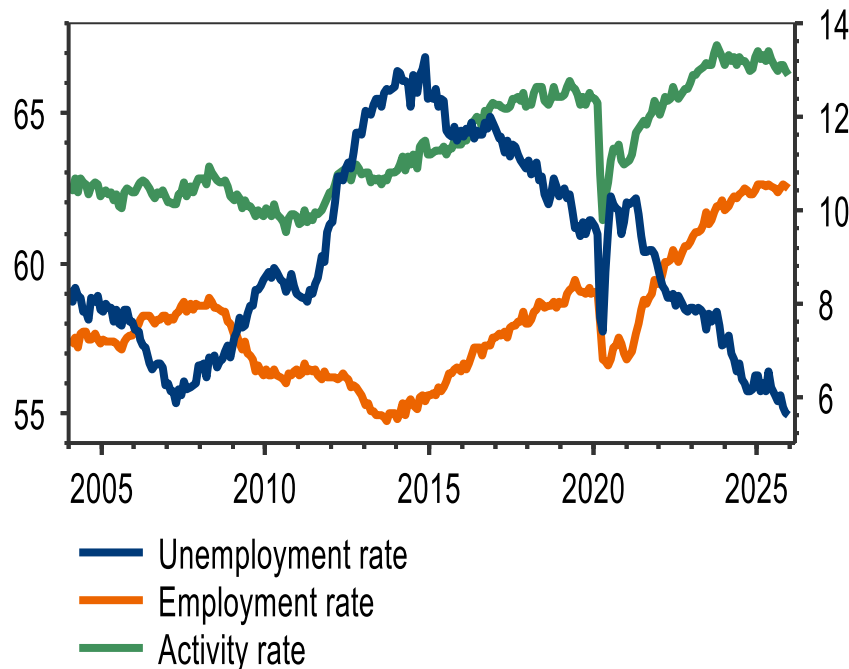


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat



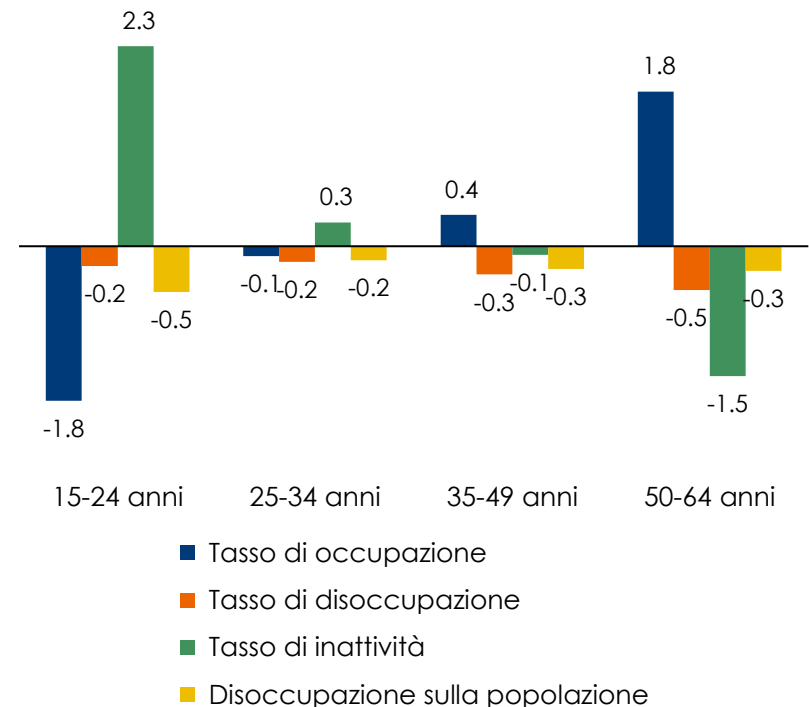
# Un mercato del lavoro solido, con alcune avvertenze

La disoccupazione è ai minimi storici, il tasso di occupazione e quello di attività sono vicini ai massimi



Nota: dati mensili. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

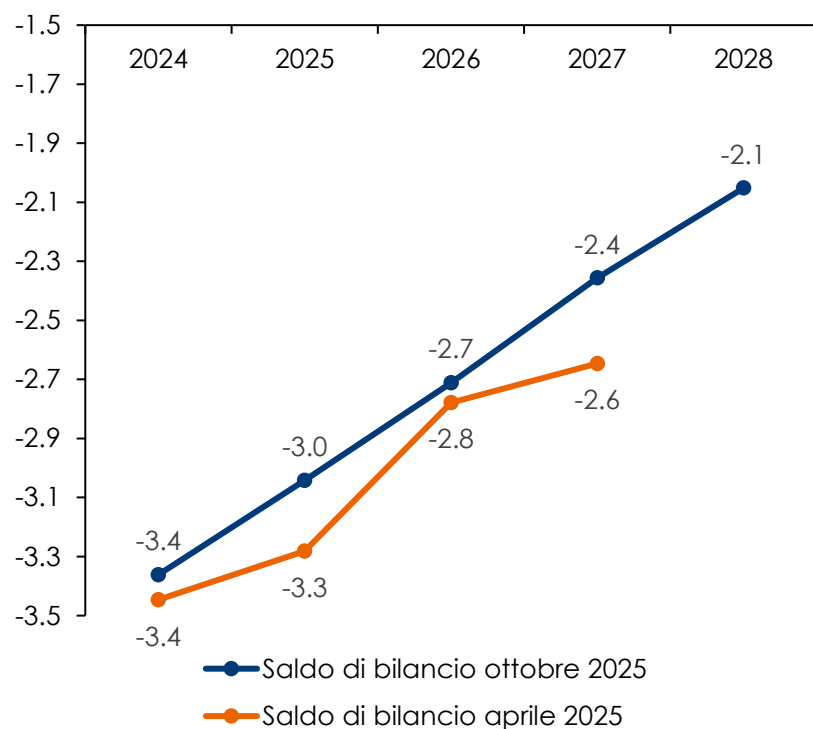
L'aumento del tasso di occupazione è dovuto principalmente ai lavoratori più anziani, l'unico gruppo che ha registrato un aumento della partecipazione



Nota: variazione annua nei primi 11 mesi del 2025. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

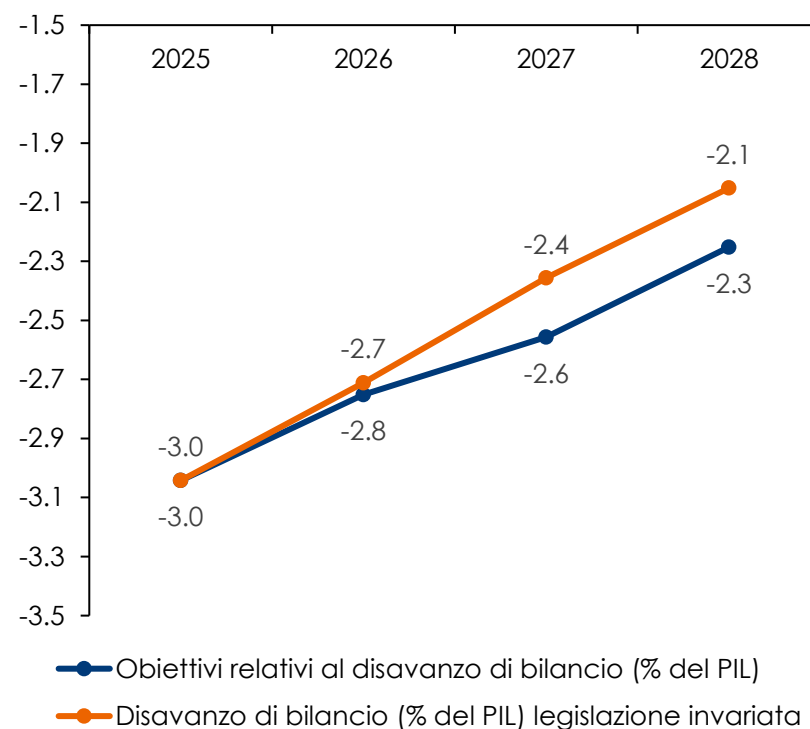
# Legge di Bilancio 2026: il Governo italiano ha utilizzato il massimo spazio fiscale disponibile nel rispetto delle regole UE

**Ancora una volta un quadro fiscale migliore del previsto a parità di legislazione**  
Disavanzo di bilancio (% del PIL)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo italiano

**Misure espansive nette pari allo 0,04% del PIL nel 2026 e allo 0,2% del PIL sia nel 2027 che nel 2028, per un totale cumulato di 10 miliardi di euro**



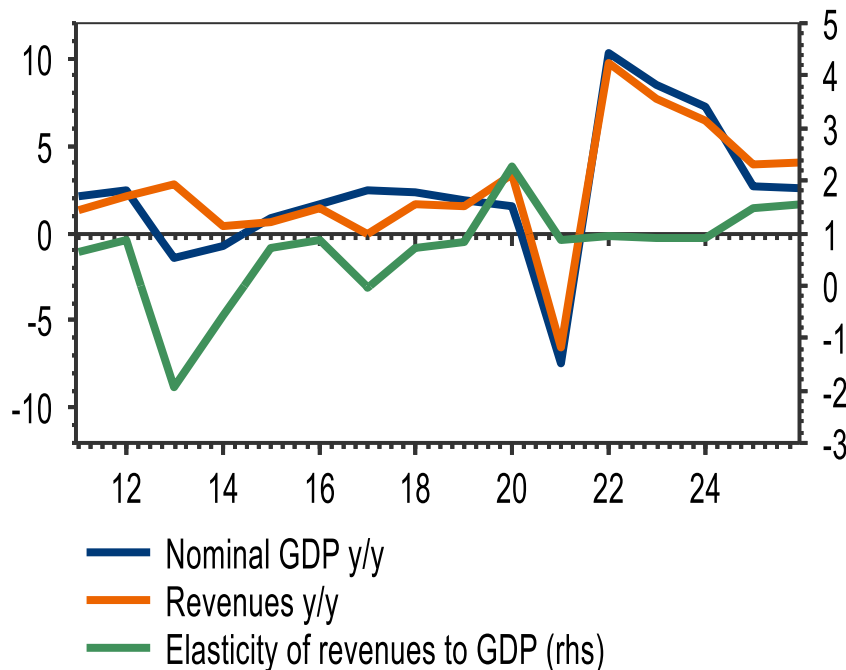
Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo italiano

# Consolidamento fiscale dovuto a:

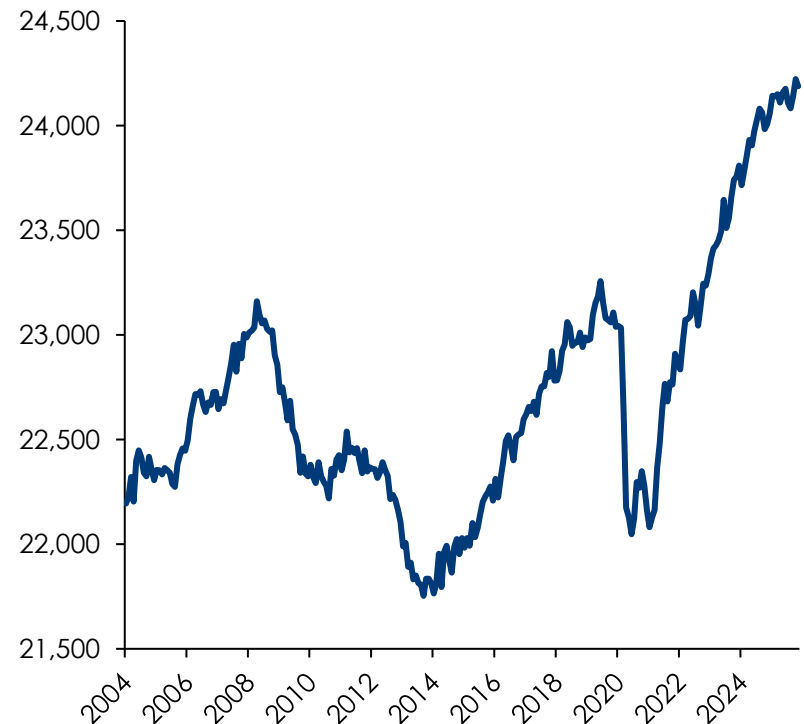
## 1) Crescita occupazionale sostenuta

Il consolidamento fiscale deriva principalmente dalle entrate, sostenute dalla crescita nominale...

...e dall'occupazione ai massimi



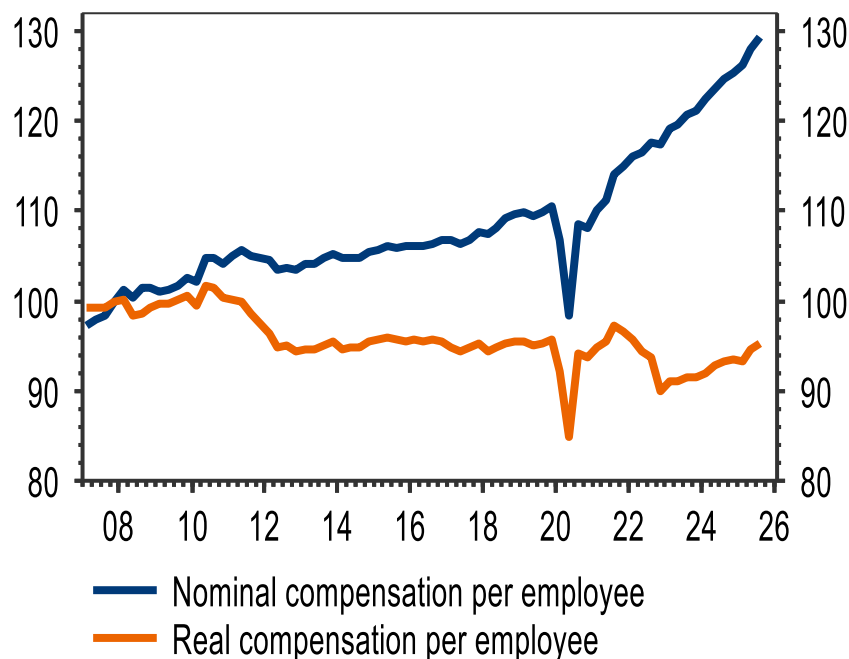
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

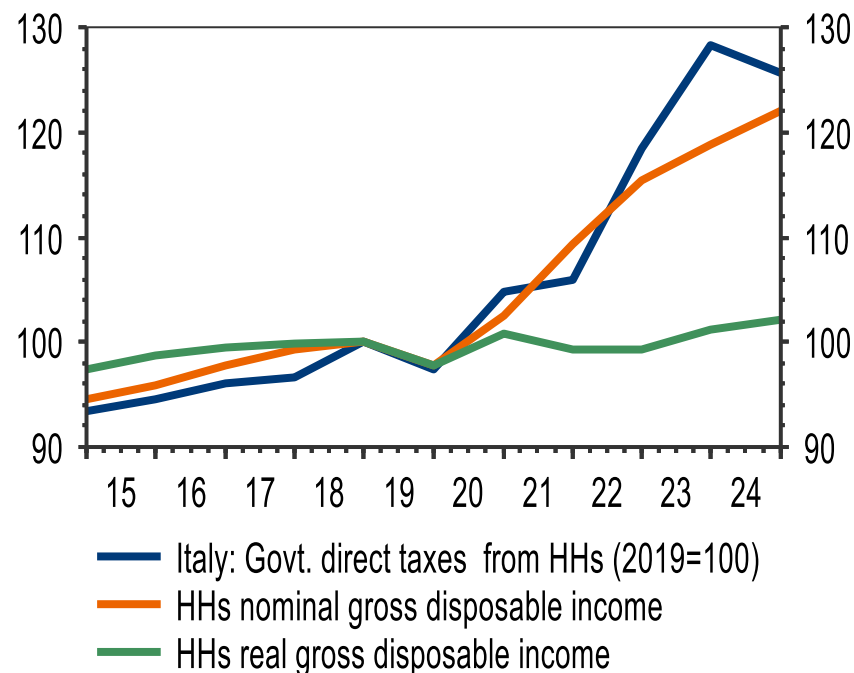
## 2) "Fiscal drag"

La crescita delle retribuzioni reali rimarrà positiva nel 2026-27, ma finora i salari non hanno tenuto il passo con l'aumento del costo della vita



Fonte: Intesa Sanpaolo, AMECO

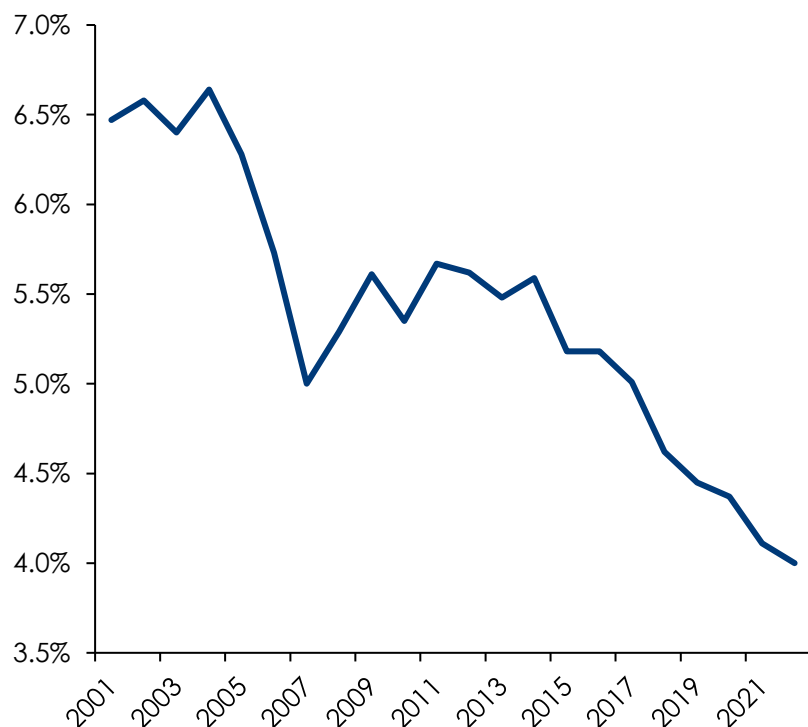
Gli scaglioni dell'imposta sul reddito non sono indicizzati all'inflazione, con il risultato che gli aumenti del reddito nominale si sono tradotti in una maggiore pressione fiscale



Fonte: Intesa Sanpaolo, AMECO

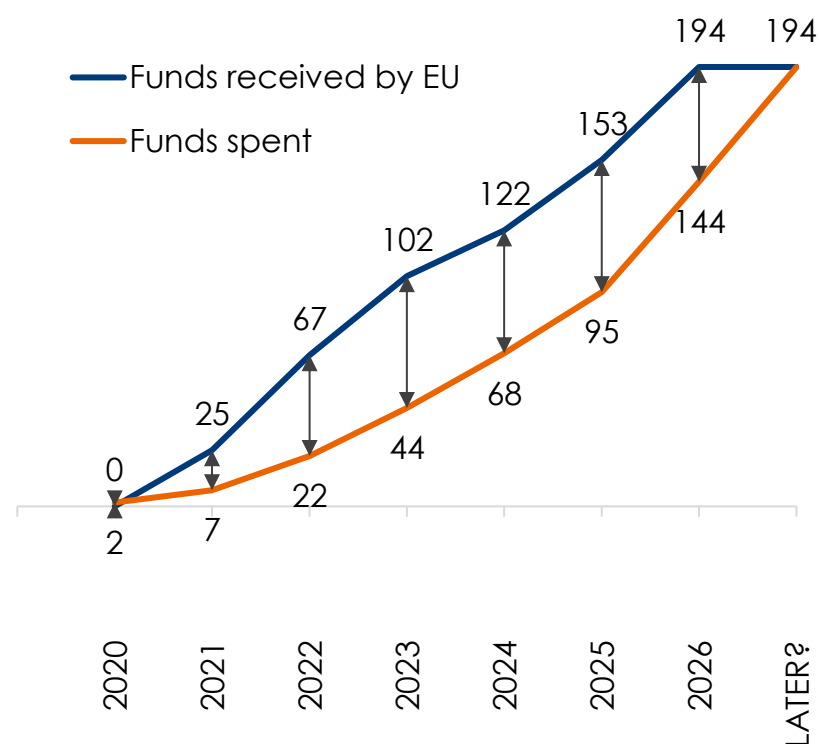
### 3) Maggiore compliance fiscale e supporto dai fondi NGEU

**Tax gap**  
(% del PIL)



Nota: il «tax gap» è calcolato come rapporto tra l'evasione fiscale stimata e il gettito fiscale potenziale totale. Fonte: Intesa Sanpaolo, Ministero dell'Economia e delle Finanze

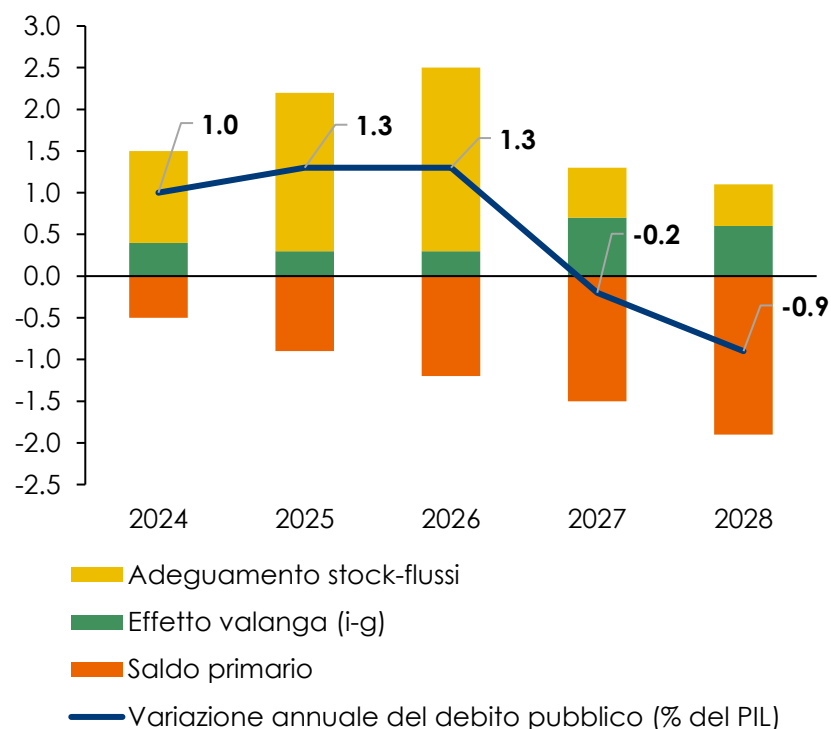
**Negli ultimi anni, il divario tra fondi NGEU ricevuti e spesi (58 miliardi fino al 2025) è stato un fattore di sostegno per le finanze pubbliche**



Nota: miliardi di euro. Fonte: Governo italiano, Intesa Sanpaolo

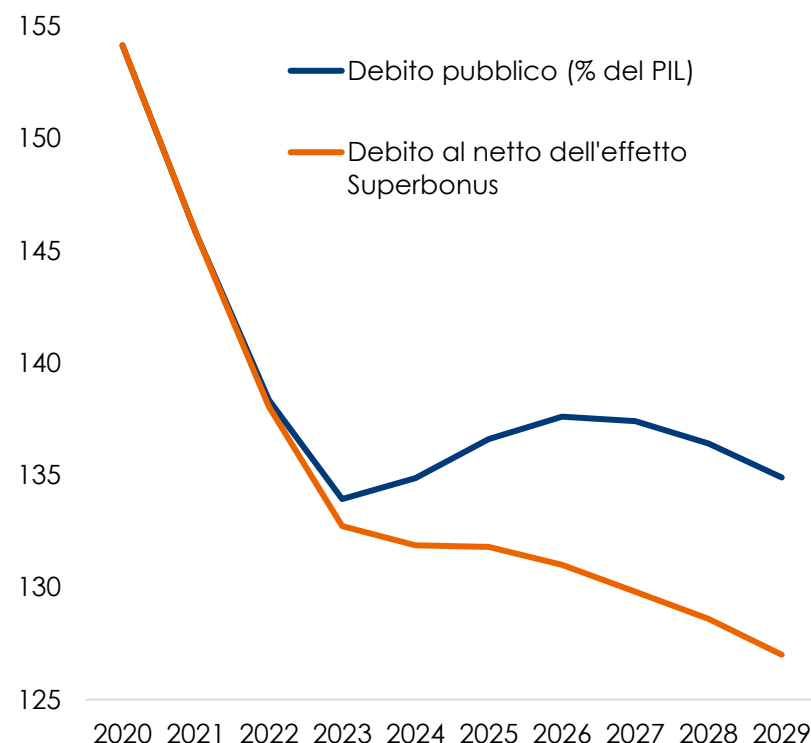
# Il debito pubblico aumenterà almeno fino al 2027

L'aumento è dovuto all'impatto ritardato dei bonus edilizi (stock-flow adjustment), che diminuirà dal 2027-28



Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo italiano

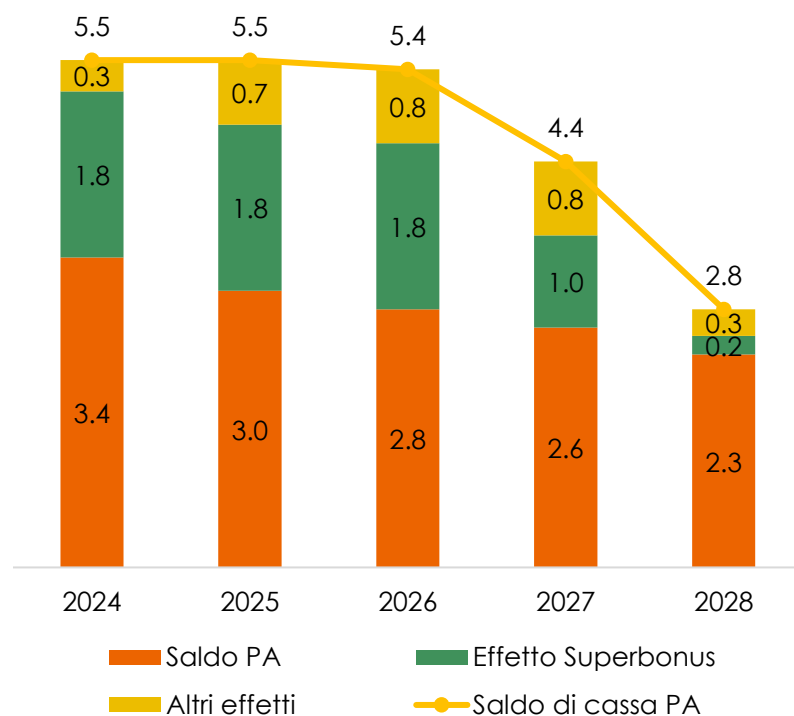
Escludendo il Superbonus, il debito pubblico sarebbe già in una traiettoria discendente



Fonte: Governo italiano, Intesa Sanpaolo

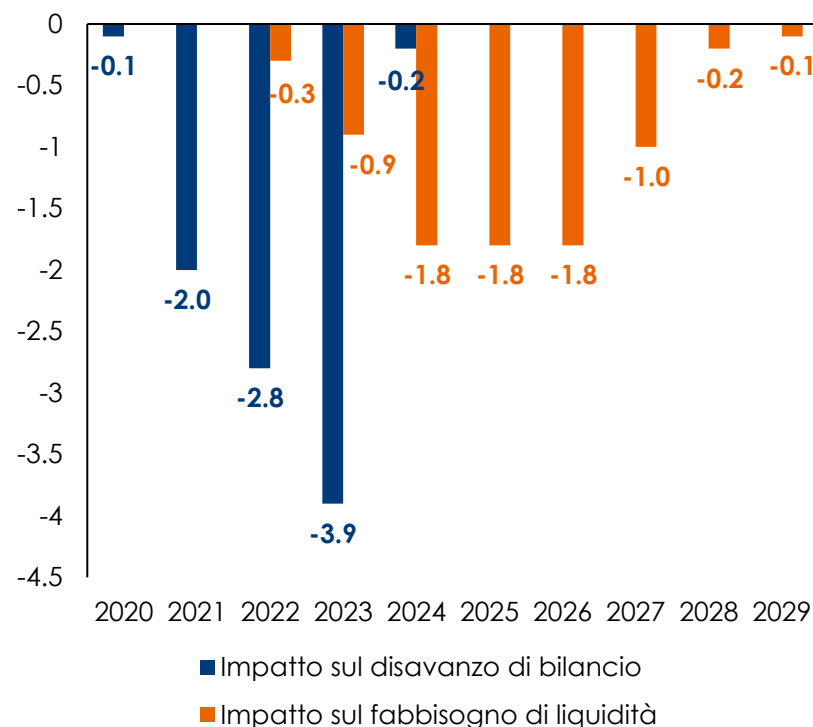
# Il fardello del Superbonus verrà meno nel giro di un paio d'anni

I saldi di cassa sono destinati ad allinearsi al deficit di Maastricht con il graduale venir meno dell'effetto Superbonus



Nota: % del PIL. Fonte: Governo italiano, Intesa Sanpaolo

Impatto del Superbonus sul disavanzo di competenza e sul fabbisogno di cassa (% del PIL)

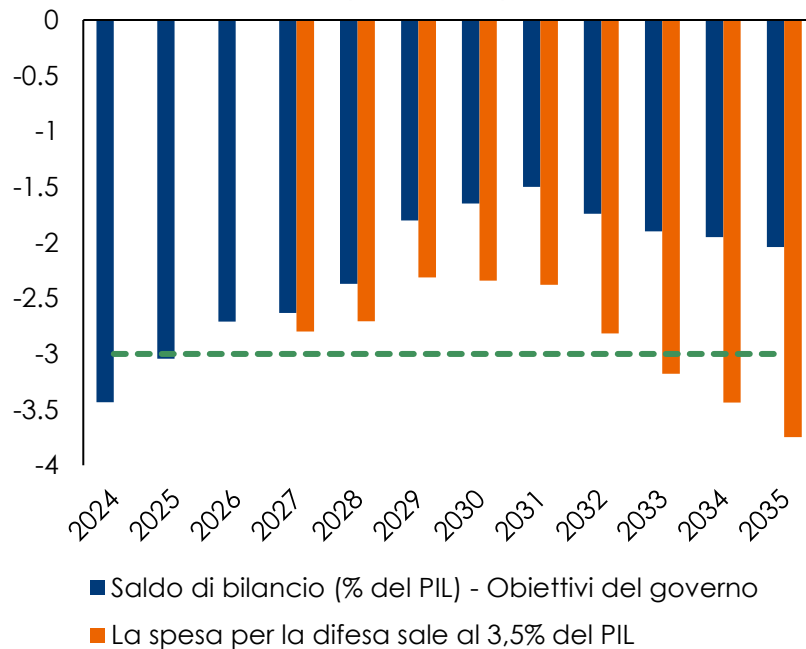


Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo italiano

# Poco spazio per un aumento delle spese per la difesa

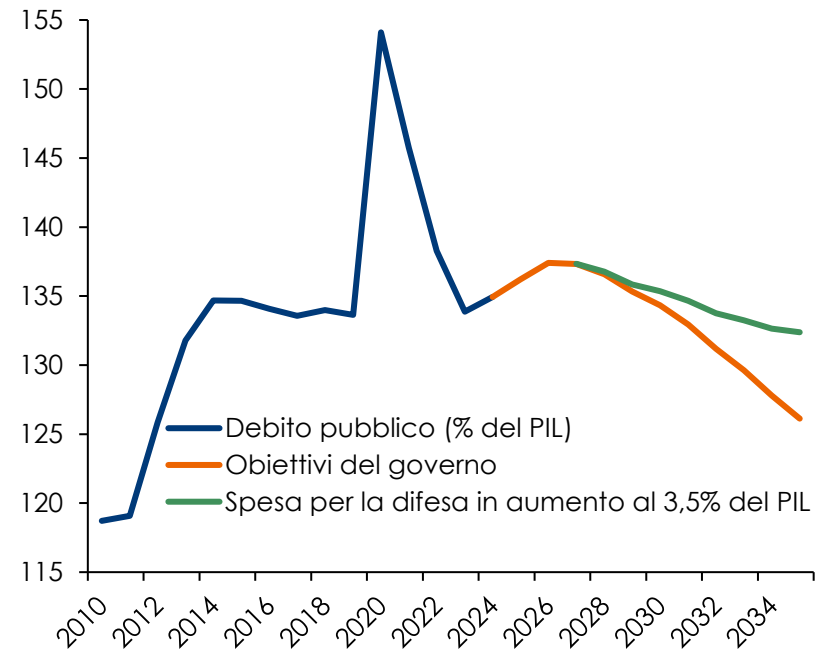
Il possibile aumento della spesa per la difesa non sembra incluso negli obiettivi di bilancio del Governo. **In caso di uscita dalla Procedura UE per Deficit Eccessivi, il Governo ha suggerito che la spesa militare potrebbe aumentare dello 0,5% del PIL (12 miliardi) entro il 2028: 0,15% all'anno nel 2026-27 e 0,2% nel 2028.** L'impatto sul debito potrebbe essere modesto (circa 0,1%) e **il disavanzo di bilancio rimarrebbe al di sotto del 3%.** Dato il limitato spazio fiscale, è improbabile che la spesa per la difesa raggiunga il 3,5% del PIL.

**Disavanzo di bilancio**  
(% del PIL)



*Nota: ipotizziamo che l'aumento della spesa sia interamente finanziato tramite prestiti, tenendo conto anche degli effetti sulla crescita. Fonte: stime Intesa Sanpaolo*

**Debito pubblico (% del PIL)**

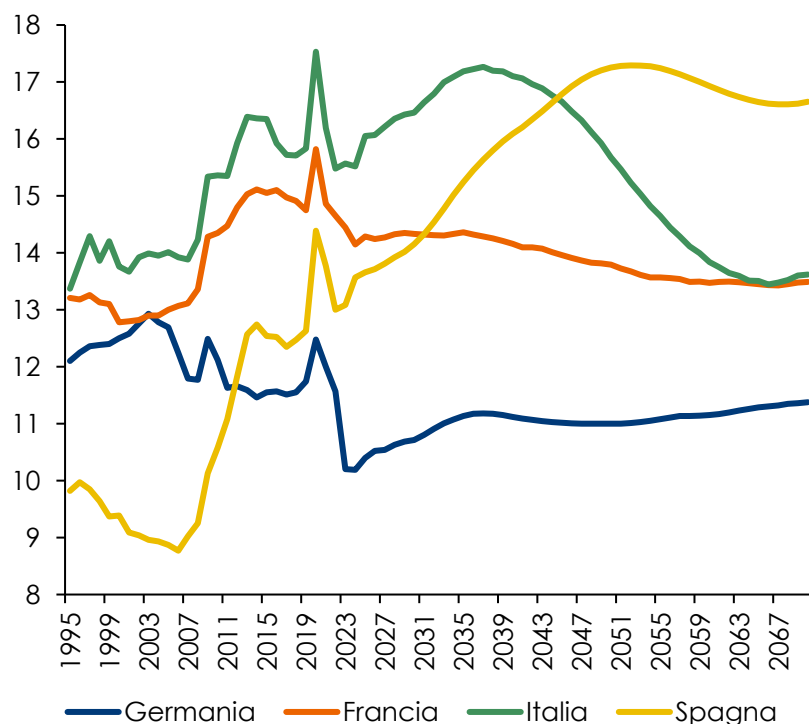


*Nota: ipotizziamo che l'aumento della spesa sia interamente finanziato tramite prestiti, tenendo conto anche degli effetti sulla crescita. Fonte: stime Intesa Sanpaolo*



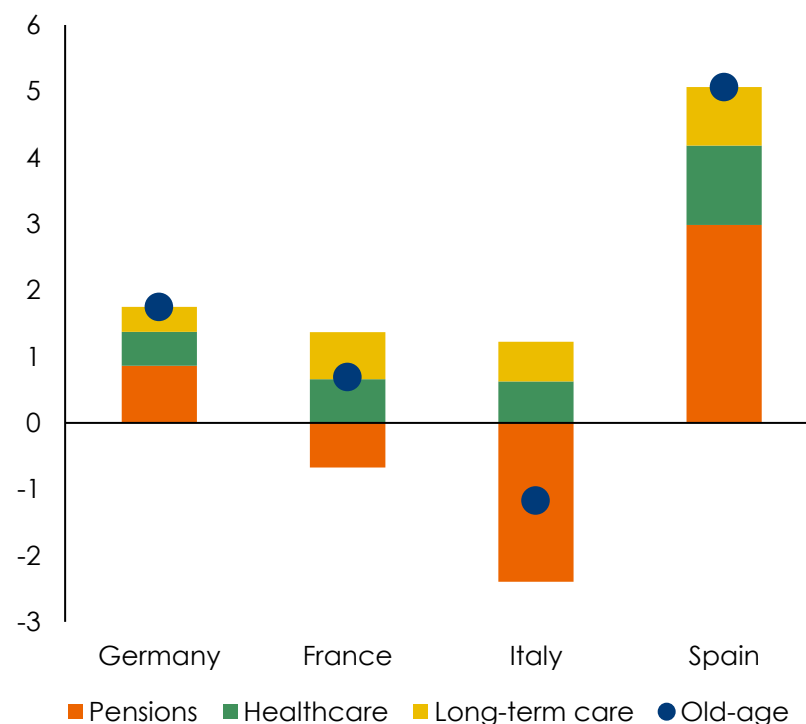
# L'impatto dell'invecchiamento sulle finanze pubbliche: in Italia parte del lavoro è già stato svolto

**Spesa pensionistica**  
(% del PIL)



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission Ageing Report

**Aumento della spesa pubblica legata all'invecchiamento tra il 2025 e il 2070**  
(punti percentuali di PIL)



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission Ageing Report

# Messaggi principali sull'Italia

- Nonostante le turbolenze esterne, la domanda interna si sta dimostrando resiliente, in particolare sul fronte **degli investimenti**.
- **Il piano di ripresa finanziato dall'UE** ha avuto finora un impatto maggiore sulle finanze pubbliche che sulla crescita, ma la sua spinta potrebbe diventare più tangibile quest'anno.
- Il **mercato del lavoro** rimane un fattore di sostegno fondamentale.
- Nonostante la crescita modesta, il risanamento di bilancio procede secondo i piani, grazie a fattori temporanei ma anche a un miglioramento **del grado di compliance fiscale**.
- L'aumento della **spesa per la difesa** si aggiungerebbe alle attuali proiezioni del Governo sul disavanzo: solo un incremento limitato sembra realizzabile.
- Il graduale venir meno dell'effetto «Superbonus» ridurrà **il fabbisogno di finanziamento in contanti** e consentirà un'inversione di tendenza nella traiettoria del debito.
- Le proiezioni sulla **spesa legata all'invecchiamento della popolazione nel lungo termine** sono meno preoccupanti rispetto ad altri paesi dell'Eurozona.
- **Un contesto politico stabile** limita il rischio di scostamenti fiscali.

## **Allegato – Tabelle previsionali**

# Proiezioni: crescita del PIL

## Crescita % annua del PIL

	2023	2024	2025p	2026p	2027p
<b>Stati Uniti</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>
<b>Eurozona</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>
Germania	-0,7	-0,5	0,4	0,9	1,4
Francia	1,6	1,1	0,9	1,0	1,2
Italia	1,1	0,5	0,7	0,8	0,8
Spagna	2,5	3,5	2,8	2,4	1,8
<b>OPEC</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>
<b>Europa orientale</b>	<b>2,6</b>	<b>3,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
<b>America Latina</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>
<b>Giappone</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,8</b>
<b>Cina</b>	<b>5,4</b>	<b>5,0</b>	<b>4,9</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>
<b>India</b>	<b>8,8</b>	<b>6,7</b>	<b>7,6</b>	<b>6,8</b>	<b>6,4</b>
<b>Mondo</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>

Nota: aggregato PPP in dollari costanti per OPEC, Europa orientale, America Latina, Mondo.

Variazione del PIL a prezzi costanti in valuta locale negli altri casi.

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo – Research Department

# Proiezioni: Stati Uniti

	2025	2026f	2027f	2025	2025	2025	2025	2026	2026	2026	2026	2027	2027
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
GDP (constant prices,y/y)	2.2	2.2	2.0	2.0	2.1	2.3	2.3	3.0	2.4	1.8	1.8	1.9	2.0
q/q annual rate				-0.6	3.8	4.4	1.6	2.1	1.7	1.6	1.8	2.3	2.3
Private consumption	2.6	2.0	1.7	0.6	2.5	3.5	1.4	2.2	1.7	1.7	1.6	1.8	1.7
Government consumption	1.4	1.0	1.3	-1.0	-0.1	2.2	-1.5	2.4	1.1	0.9	1.0	1.6	1.5
Fixed investment - nonresid.	4.2	3.4	4.4	9.5	7.3	3.2	3.7	2.9	2.7	3.2	3.6	5.1	5.0
Fixed investment - residential	-2.0	0.9	4.2	-1.0	-5.1	-7.1	1.6	3.0	3.1	3.2	3.0	5.0	5.0
Export	1.9	2.2	4.1	0.2	-1.8	9.6	1.2	1.3	1.4	1.6	1.8	5.8	5.6
Import	2.7	-1.7	3.4	38.0	-29.3	-4.4	-1.0	2.0	2.0	2.2	1.9	4.0	4.0
Stockbuilding (% of GDP)	-0.1	-0.3	-0.1	2.6	-3.2	-0.1	0.2	-0.2	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1
Final Domestic Demand	2.5	2.0	2.1	1.6	2.6	2.9	1.1	2.4	1.8	1.8	1.8	2.4	2.3
Current account (% of GDP)	-3.7	-2.9	-3.0										
Gen. Gov. Deficit (% of GDP)	-7.3	-8.1	-7.8										
Gen. Gov. Debt (% of GDP)	135.6	137.5	139.7										
CPI (y/y)	2.7	2.8	2.3	2.7	2.4	2.9	2.7	2.7	3.0	2.9	2.8	2.3	2.1
CPI Core (y/y)	2.9	2.8	2.4	3.1	2.8	3.1	2.7	2.7	2.9	2.8	2.9	2.5	2.1
Industrial production	1.3	2.2	2.0	1.0	0.5	0.6	0.2	0.7	0.8	0.4	0.5	0.4	0.5
Unemployment (%)	4.3	4.7	4.4	4.1	4.2	4.3	4.5	4.6	4.7	4.7	4.7	4.6	4.5
Fed Funds	3.8	3.3	2.8	4.5	4.5	4.3	3.8	3.8	3.5	3.3	3.3	3.3	3.0

Fonte: Intesa Sanpaolo Research Department

# Proiezioni: area dell'euro

	2025	2026f	2027f	2025				2026				2027	
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
GDP (constant prices, y/y)	1.5	1.2	1.4	1.6	1.5	1.4	1.3	1.0	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
- q/q change				0.6	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
Private consumption	1.3	1.2	1.4	0.2	0.3	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
Fixed investment	2.7	2.6	3.5	2.6	-1.7	1.0	0.6	0.8	0.8	0.9	1.0	0.8	0.8
Government consumption	1.7	1.5	1.3	0.0	0.4	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Export	2.0	-0.1	2.8	2.3	-0.4	0.8	-0.6	-0.1	-0.2	0.4	0.5	0.9	0.9
Import	3.5	2.0	3.1	2.3	0.0	1.4	-0.4	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
Stockbuilding (% contr. to GDP)	0.4	0.7	-0.4	-0.2	0.5	0.1	0.1	0.2	0.3	0.0	0.0	-0.2	-0.2
Current account (% of GDP)	2.2	2.4	2.4										
Deficit (% of GDP)	-2.5	-2.6	-2.7										
Debt (% of GDP)	88.6	89.0	89.4										
HICP (y/y)	2.1	1.9	1.9	2.3	2.0	2.1	2.1	1.7	2.1	1.8	1.7	1.9	1.9
Industrial production (y/y)	1.7	1.6	1.4	1.5	1.3	1.5	2.4	0.8	1.6	2.3	1.7	1.3	1.6
Unemployment (%)	6.3	6.3	6.1	6.3	6.4	6.4	6.3	6.3	6.3	6.3	6.2	6.1	6.0
3-month Euribor	2.2	2.0	2.2	2.6	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.2

Fonte: Intesa Sanpaolo Research Department

# Proiezioni: Italia

	2025	2026f	2027f	2025				2026				2027	
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
GDP (constant prices, y/y)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.5	0.6	0.8	0.5	0.8	1.0	0.9	1.0	0.9
- q/q change				0.3	0.0	0.2	0.3	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
Private consumption	0.8	0.9	1.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2
Fixed investment	3.3	1.6	1.4	1.0	1.5	0.6	0.7	0.0	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
Government consumption	0.3	0.5	0.3	-0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Export	1.0	0.2	1.8	2.2	-1.7	2.6	-1.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
Import	3.6	3.4	1.6	1.1	0.4	1.2	2.0	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4
Stockbuilding (% contrib. to GDP)	0.1	0.8	-0.3	-0.3	0.2	-0.5	1.1	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.2	-0.1
Current account (% of GDP)	1.1	1.8	2.0										
Government Balance (% of GDP)	-3.0	-2.8	-2.6										
Government Debt (% of GDP)	136.2	137.8	137.7										
HICP (y/y)	1.7	1.6	2.0	1.8	1.8	1.7	1.2	1.1	1.6	1.5	2.1	2.1	1.8
Industrial production (y/y)	-0.4	0.8	0.8	-1.8	-0.6	-0.2	1.2	0.9	0.7	1.1	0.4	0.5	0.8
Unemployment (%)	6.0	5.6	5.7	6.3	6.3	6.0	5.6	5.7	5.6	5.5	5.6	5.6	5.6
10-year yield	3.57	3.55	3.92	3.67	3.60	3.55	3.44	3.41	3.47	3.63	3.70	3.76	3.90

Fonte: Intesa Sanpaolo – Research Department

## Importanti comunicazioni

### Certificazione degli analisti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo SpA non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo SpA.

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo SpA pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Divisione IMI Corporate & Investment Banking ([www.imi.intesasnpaolo.com](http://www.imi.intesasnpaolo.com)) - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.



### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo SpA e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo SpA. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo SpA.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

### Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

### Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo SpA e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241 e 2242 ove applicabile, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo SpA sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Intesa Sanpaolo SpA agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

#### A cura di:

Luca Mezzomo, Paolo Mameli, Andrea Volpi (Macroeconomic Analysis, Intesa Sanpaolo)