

Sintesi intervento Gabriele Barbaresco, Mediobanca

Centromarca, 10 dicembre 2025

1. CONTESTO GLOBALE

L'indice di incertezza globale resta simile a quello della pandemia nel 2020 e superiore a quello del 2018-19, quando Stati Uniti e Cina avevano introdotto dazi sugli scambi bilaterali. L'incertezza, economica e geopolitica, è quindi la vera variabile critica, più che non i dazi in sé.

Le prospettive globali dipendono da Stati Uniti e Cina.

Stati Uniti: è probabile che la crescita decelererà in 1H2026 per poi riprendere. Giocano a sostegno della crescita USA: possibili tagli della FED e stimoli fiscali; bilanci familiari solidi, anche grazie a prezzi azionari elevati; prospettive aziendali favorevoli e forti investimenti in IA.

La crescita USA per il triennio 2025-2027 è prevista attorno al 2%, tutta derivante dalla domanda domestica, con deficit pubblico al 7,8% per il 2026 e 2027.

Cina: crescita tra il 4,8% del 2025 e il +4,4% del 2027, con il **contributo decisivo delle esportazioni**, che hanno sorpreso già **nel 2025 con un +5,3% nei primi 10 mesi nonostante un calo del 17,7% verso gli USA**.

La **Cina ha intrapreso un trend di upgrade del proprio export** divenuto molto più simile a quelli europeo e giapponese. L'obiettivo cinese è rendere **la propria tecnologia indispensabile** per i partner commerciali. Questo avviene soprattutto verso il **Sud del pianeta** (Africa e Sud-Est asiatico) che non si riconosce nella leadership americana.

Permangono rischi di debolezza sui consumi interni cinesi. Il governo ha agito **con sussidi per stimolare la sostituzione dei beni**, ma permane un **clima di bassa fiducia testimoniato da uno dei tassi di risparmio più alti del mondo**. Manca un **effetto ricchezza stabile**, minato dalla crisi del mercato immobiliare (-20% dal picco) e dalla deflazione (inflazione sotto l'1% nel 2026).

2. ITALIA E UE

Il PIL italiano è previsto crescere dello 0,4% nel 2025 e dello 0,8% annuo nel biennio 2026 e 2027.

Il driver principale sarebbe l'**espansione della domanda domestica** sostenuta da:

1. **crescita del reddito disponibile grazie a inflazione contenuta**, una tra le più basse dell'Eurozona);
2. **crescita degli investimenti**, per effetto del PNRR (termina nel 2026) e della discesa dei tassi.

Le incertezze geopolitiche e il cambio penalizzano l'export: si prevede che le esportazioni nette offrano un **contributo negativo alla crescita del prossimo biennio**.

In Italia resta elevata la **propensione al risparmio**: 9%, due punti sopra la media di lungo periodo, con finalità precauzionali. Oltre che elevato esso è allocato solo in minima parte **verso impieghi produttivi e l'economia reale**.

Circa **un terzo delle nostre imprese esportatrici vende negli Stati Uniti** mercato che vale **il 5,5% dei loro ricavi**. Le imprese che esportano verso gli USA hanno un **rapporto tra Ebitda e fatturato relativamente elevato, attorno al 10%**. Anche il **nostro sistema bancario appare protetto**: meno del 2% dei prestiti bancari totali è verso aziende con importante esposizione verso gli USA.

Resta importante l'impatto del PNRR: senza di esso, la crescita cumulata del biennio 2025-2026 (+1,2%) diverrebbe un declino dello 0,2%. L'Italia allo scorso settembre **aveva speso il 45% dell'importo accordato e la parte non spesa vale il 5% del PIL**.

Inoltre, il PNRR **ha favorito la significativa riduzione dello spread italiano** che, senza di esso, sarebbe di circa 50 punti base più alto.

La Spagna è tra i Paesi virtuosi dell'UE: crescita del 2,9% nel 2025 e del 2,3% nel 2026, derivante da processi di stabilizzazione del mercato del lavoro, di riduzione della precarietà contrattuale e di integrazione economica dell'immigrazione.

Tra i convalescenti dell'UE, la Germania. Nonostante la doppia crescita di ottobre e novembre, la produzione industriale è al quarto anno di stagnazione, i disoccupati sono al massimo da 14 anni e il saldo commerciale verso la Cina nei beni di investimento è in negativo per la prima volta dal 2010. Anche il sistema pensionistico tedesco solleva interrogativi di sostenibilità: atteso al 2040 un maggiore costo del lavoro del 12%, che impone un pari aumento di produttività.

Le previsioni per la Germania indicano un rimbalzo del PIL a +1,2% per il 26-27, dopo un 2025 stagnante (+0,2%). La Cina vede oggi nella Germania una testa di ponte per allungare la propria influenza sulla UE (*case history*: l'automotive tedesco).

3. IL SISTEMA PRODUTTIVO ITALIANO

In Italia resta rilevante la questione salariale. La **retribuzione oraria reale** in 1H 2025 è del 5% inferiore sul 2019, quando già veniva da anni di invarianza.

Il tema salariale è legato a quello della **produttività**. Nell'ultimo triennio la **PIL pro-capite** italiano è cresciuto dello 0,8% medio annuo, solo grazie agli aumenti di occupazione e orario di lavoro, in assenza dei quali la produttività oraria lo avrebbe fatto cadere dell'1,3%. Tale -1,3% è a sua volta integralmente dovuto alla **produttività totale dei fattori** che rispecchia le inefficienze del sistema Paese. Pesano anche l'**aumento occupazionale in settori a basso valore aggiunto** e il fenomeno del **lavoro improduttivo**: nel 2023-24 nella manifattura l'occupazione è salita del 2% a fronte di un calo del 5,3% della produzione.

Eppure, si stima un **fabbisogno lavorativo** al 2028 tra 3,1 e 3,6 milioni di persone, con un 80%-90% da puro replacement. I contratti di lavoro con difficoltà di reperimento sono passati dal 26% (2018) al 50% (2023). I due terzi delle difficoltà dipendono da labour shortage (candidature deserte). **Il labour shortage costa il 2,5% del PIL italiano.**

Rimaniamo una **manifattura vocata all'export** il cui successo si fonda su **tre driver: qualità, specializzazione e competenza tecnica**. Siamo invece penalizzati dal **costo** dei beni intermedi e da quelli dell'**energia** (+20% tra 2020 e 2025).

All'interno dei nostri punti di forza si nascondono anche insidie, tra le quali la **Med-tech trap**: nei settori ad offerta specializzata del *Made in* la tecnologia ha minore importanza.

Qui si richiede:

1. al **decisore politico**, di favorire la crescita dei settori a maggiore valore aggiunto e garantirne l'autonomia strategica;
2. al **ceto imprenditoriale**, di intraprendere con convinzione la **transizione digitale**, intendendola come un investimento e non come un costo e passando dalla **mera adozione** alla sua **assimilazione**, in modo che diventi uno strumento di miglioramento organizzativo e del mindset aziendale (capitale umano).

Altra leva è il **rafforzamento delle logiche di filiera**, per contenere la sempre maggiore **distanza tra imprese leader e imprese lagger**. Spetta alle imprese leader collocarsi nei segmenti pregiati delle CGV e veicolare conoscenza alla rete della fornitura nazionale.

Qualità e competenze produttive sono garantite dal nostro **capitalismo familiare**, ma esso oggi è chiamato a un percorso di **crescita inorganica (M&A)**, **modernizzazione della governance** e crescita degli **investimenti intangibili**. I fondi di PE possono giocare un ruolo fondamentale: essi sono oggi portatori di **proposte imprenditoriali votate alla crescita** rispetto al loro precedente ruolo di puri efficientatori.

Ritorna, su questo tema, il ruolo cruciale dell'uso a fini produttivi del cospicuo risparmio privato.