

## 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 deceleri 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 altri 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 fonte 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.