



Lo scenario macroeconomico globale: le leve strategiche per la competitività

Massimiliano Rossetti
Research Department
Ancona, 6 novembre 2025

Panoramica dello scenario macroeconomico internazionale

1

- **Scenario globale complesso**, con conflitti in corso e tensioni geopolitiche in aumento.
- **Stati Uniti: svolta protezionistica** con piano tariffario annunciato il 2 aprile per ridurre i disavanzi, successivamente mitigato da accordi bilaterali. **Politica fiscale espansiva** con proroga dei tagli introdotti dalla prima amministrazione Trump, finanziata in parte da riduzioni ai programmi sanitari federali Medicare e Medicaid.
- **Politiche monetarie**: da metà settembre **la Fed ha ridotto i tassi di 50 punti base, portando il corridoio al 3,75-4,00%**, in risposta a segnali di indebolimento del mercato del lavoro e a pressioni inflazionistiche ancora superiori al target ma in fase di attenuazione. La Fed segnala **possibili ulteriori tagli entro fine anno**, pur mantenendo un approccio cauto.
- **La Banca Centrale Europea** ha lasciato invariato il **tasso sui depositi al 2%**; le prossime decisioni dipenderanno dall'andamento dei dati macroeconomici. **Ulteriori riduzioni saranno possibili solo in caso di debolezza congiunturale** o di nuove tensioni commerciali con gli Stati Uniti.
- **Europa: crescita nel 2025 prevista al +1,3%, trainata dai consumi e investimenti**, ma con rischi al ribasso per manifattura ed export soprattutto in caso di guerra commerciale prolungata.

Crescita in lieve rallentamento nel 2025

2

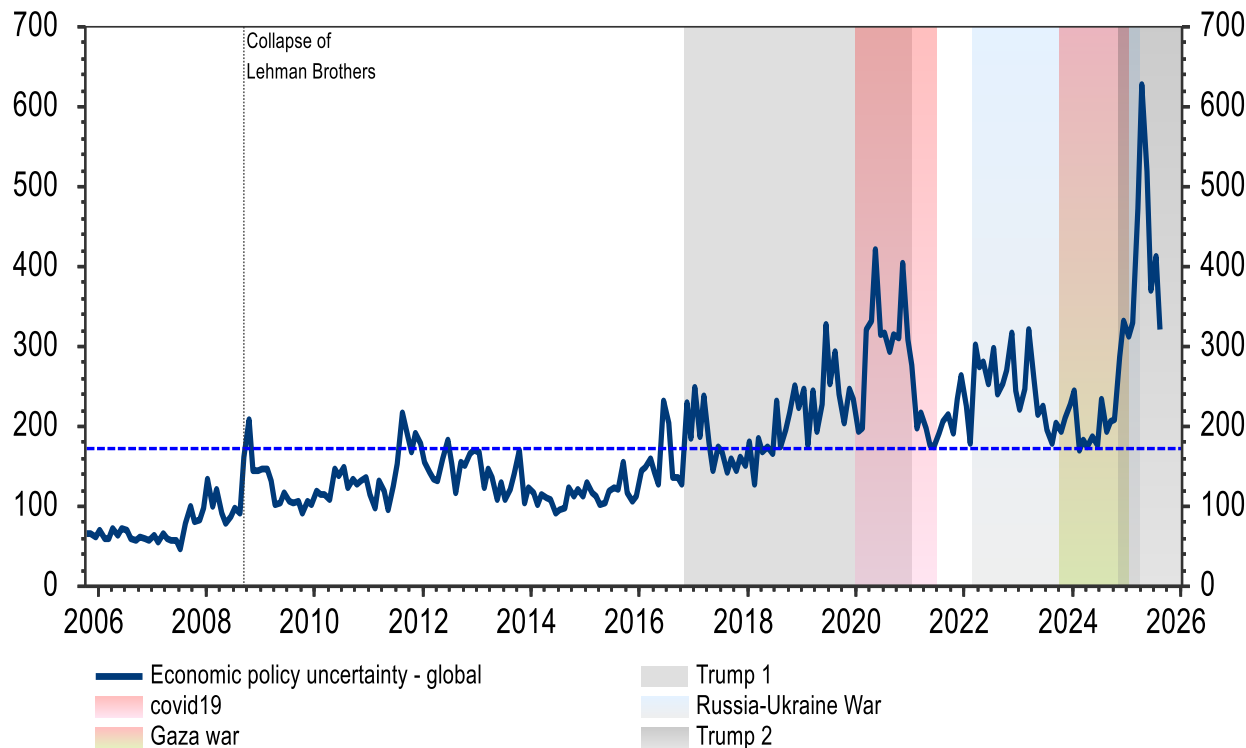
Crescita annua del Prodotto Interno Lordo (dati corretti per i giorni lavorativi)

	2022	2023	2024	2025p	2026p
Stati Uniti	2.5	2.9	2.8	1.9	1.6
Area euro	3.7	0.5	0.8	1.3	0.9
Germania	1.9	-0.7	-0.5	0.3	1.0
Francia	2.8	1.6	1.1	0.7	0.8
Italia	5.0	0.8	0.5	0.5	0.8
Spagna	6.4	2.5	3.5	2.9	2.1
OPEC	7.0	2.5	2.8	3.1	3.2
Europa orientale	-1.0	2.6	3.4	2.0	2.0
America Latina	4.2	1.9	2.3	2.9	2.5
Giappone	0.9	1.4	0.1	1.1	0.7
Cina	3.1	5.4	5.0	4.8	4.3
India	7.0	8.8	6.7	7.1	6.4
Mondo	3.6	3.4	3.3	3.1	2.9

Nota: aggregato PPA in dollari costanti per OPEC, Europa dell'Est, America Latina, Mondo. Variazione del PIL a prezzi costanti in valuta locale negli altri casi. L'Europa orientale comprende le aree Est Europa (EE), Europa centro-orientale (CEE) ed Europa Sud-Orientale (SEE). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo.

Incertezza sulle politiche economiche a livelli record

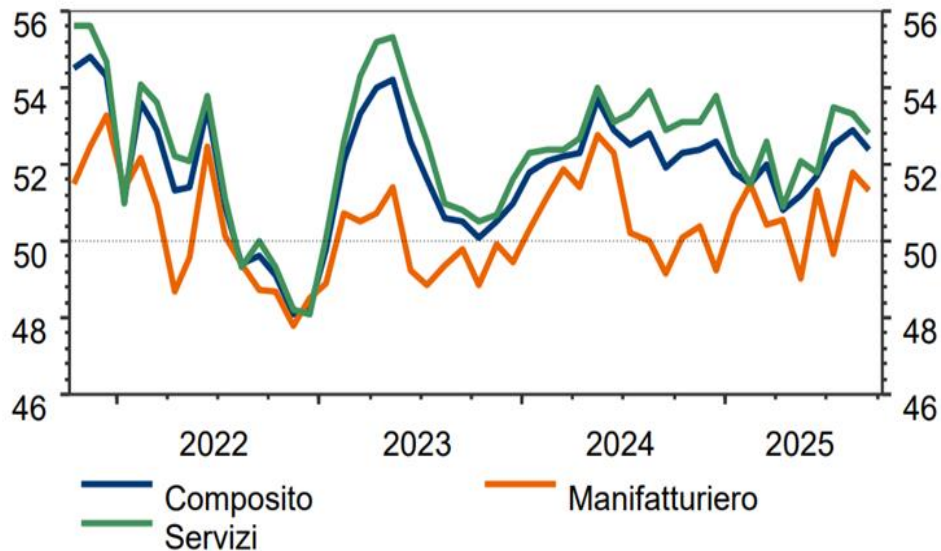
3



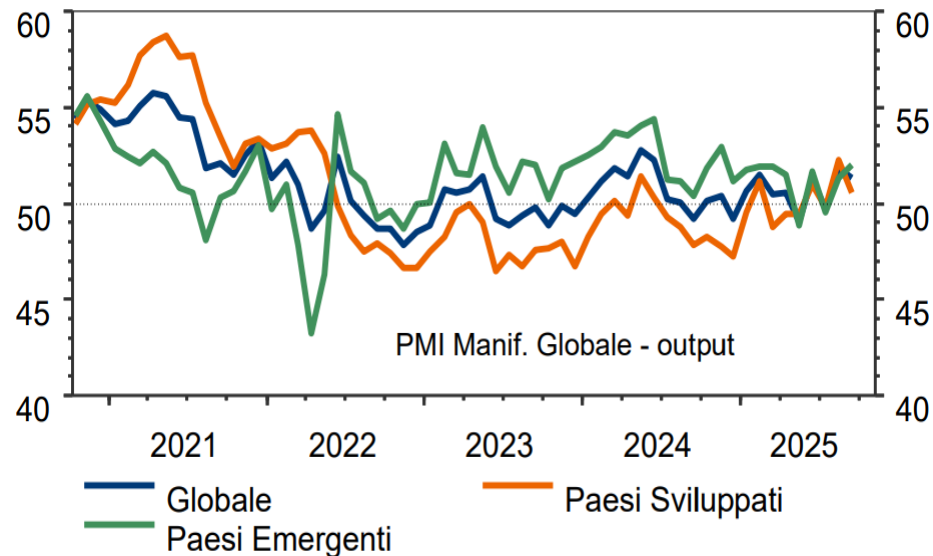
Fonte: EPU, LSEG Datastream.

La congiuntura internazionale mostra segnali incoraggianti⁴

PMI globale: manifatturiero e servizi



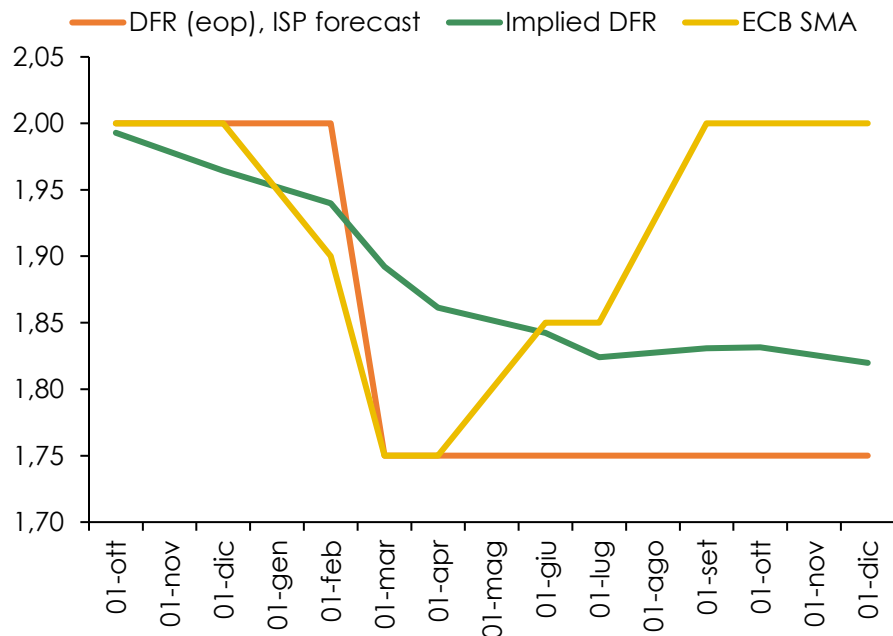
PMI manifatturiero: avanzati ed emergenti



Politica monetaria: da freno a sostegno della crescita

5

La resilienza dell'economia aiuta la BCE: dopo la pausa di settembre si riducono le probabilità di un ultimo taglio a dicembre



Nota: il Deposit Facility Rate (DFR) coerente con i tassi forward impliciti viene calcolato a spread OIS-DFR invariato e arrotondando ai 25 punti base più vicini per rispettare i tick size ufficiali con cui la Banca Centrale Europea varia i propri tassi. Fonte: LSEG Datastream, ECB Survey of Monetary Analysts, proiezioni Intesa Sanpaolo.

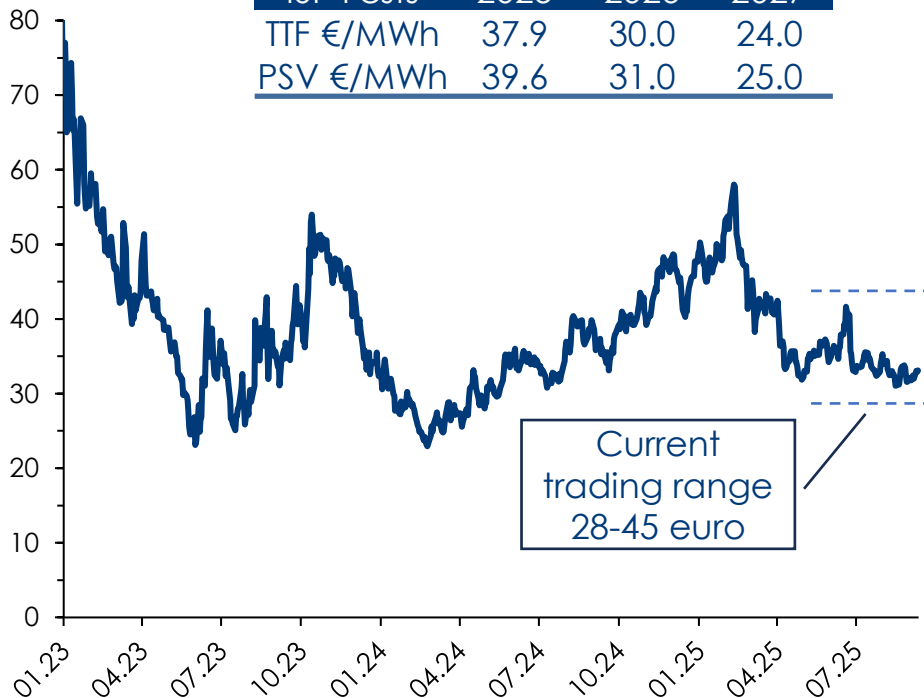
- La riduzione del **tasso sui depositi overnight al 2%** (ultimo intervento della BCE del 5 giugno 2025) riflette la rapida discesa dell'inflazione e prospettive di crescita più deboli. Dal resoconto dell'ultima riunione del 30 ottobre emerge un **orientamento accomodante**, ma l'impostazione resta comunque quella di decisioni basate sui dati.
- **I futures prezzano un livello intorno all'1,75% nei prossimi nove mesi**, ma con una probabilità solo leggermente superiore al 50%.
- **Ulteriori riduzioni** richiederanno una fase di **debolezza dei dati** o il riacutizzarsi delle **tensioni commerciali** con gli Stati Uniti.
- Un'inversione di rotta con **rialzi dei tassi è attesa non prima del 2027**.

Punto sul mercato europeo del gas

6

Prezzo del gas naturale TTF in EUR/MWh

ISP Fcsts	2025	2026	2027
TTF €/MWh	37.9	30.0	24.0
PSV €/MWh	39.6	31.0	25.0



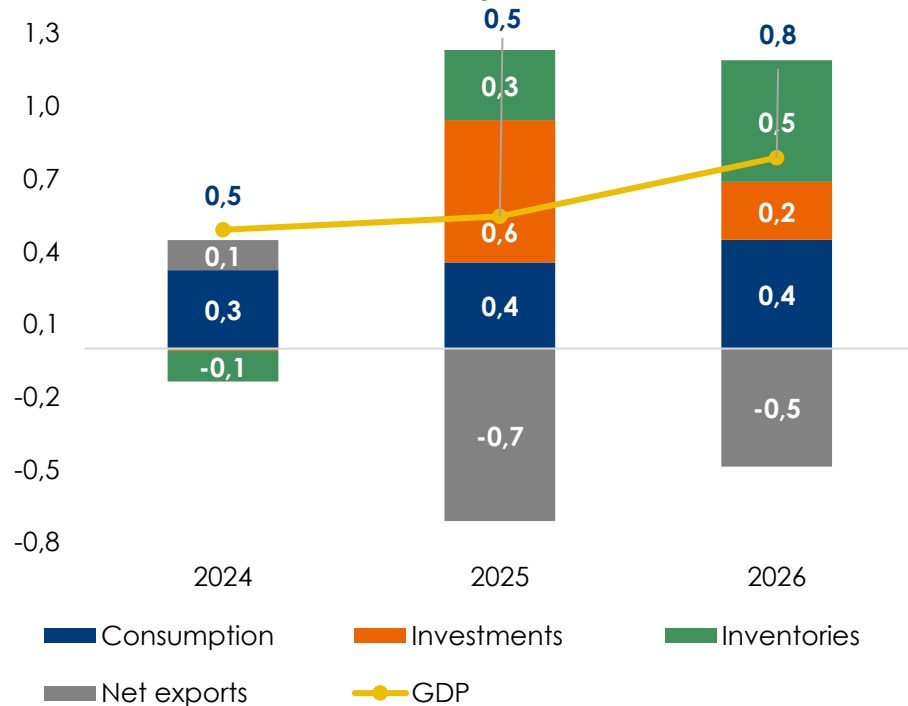
Fonte: the Budget Lab at Yale, aggiornato al 17 ottobre 2025.

- I prezzi estivi si sono mantenuti più bassi delle attese grazie a un'adeguata offerta e a condizioni climatiche favorevoli.
- Lo scenario invernale potrebbe risultare più critico, per l'aumento dei picchi di domanda e per la forte dipendenza dai flussi norvegesi e dal gas liquefatto.
- La volatilità potrebbe aumentare a causa dell'incertezza sulle consegne di GNL e sui flussi dalla Russia, delle fluttuazioni dei consumi, più marcate nella stagione invernale, e della vulnerabilità a sabotaggi e sanzioni del sistema energetico europeo.
- L'11 ottobre, gli stoccaggi di gas si attestavano all'83,2%, un livello ben inferiore rispetto alla media del periodo 2020-2024 (91,3%). Solo nel 2021 sono stati più bassi.

Il motore della crescita italiana: domanda interna protagonista nel biennio 2025-2026

7

Contributo alla crescita del Pil per componente della domanda: traino da consumi e investimenti, freno dall'export



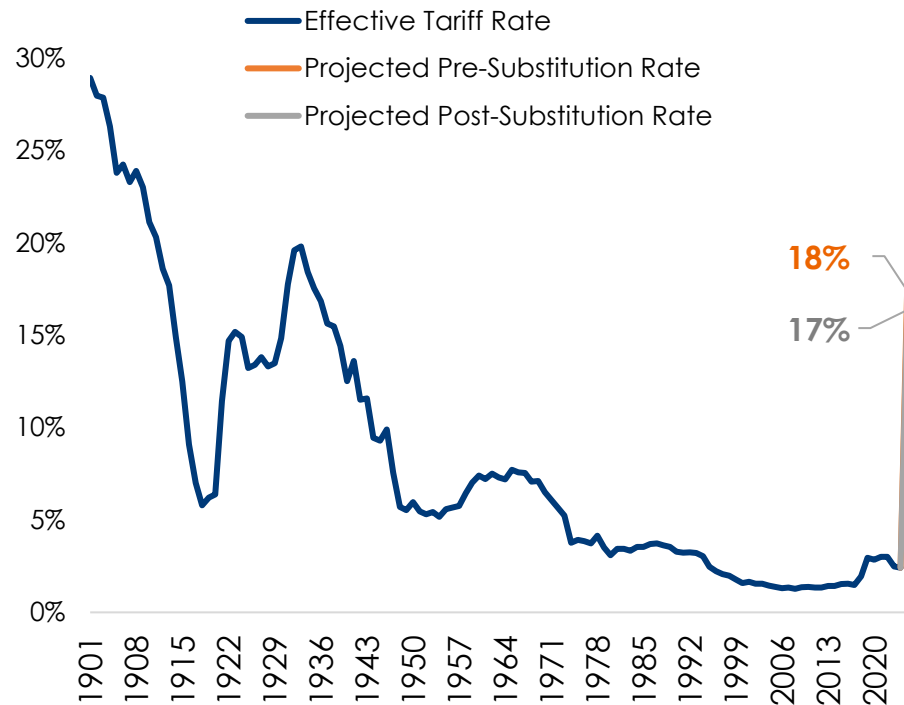
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat.

- **Ciclo economico trainato dalla domanda interna** con i **consumi delle famiglie** attesi in **moderata accelerazione**, sostenuti dalla graduale discesa del tasso di risparmio, dopo l'aumento registrato nel 2024, e dal **recupero del potere d'acquisto delle famiglie**, grazie al rientro dell'inflazione.
- **L'export rimane sotto pressione**: il contributo dell'export netto è previsto in calo fino a diventare **negativo** nel 2025-2026, complice l'inasprimento delle tensioni tariffarie con gli Stati Uniti.
- **Gli investimenti hanno sorpreso positivamente** nel primo semestre, ma resta elevata incertezza; può aiutare l'allentamento monetario.
- Nelle **costruzioni** si prevede un **residenziale in contrazione**, penalizzato dalla riduzione dei bonus edilizi, mentre il **non residenziale dovrebbe beneficiare dell'attuazione delle misure del PNRR**.

Cosa è cambiato con l'introduzione dei dazi statunitensi

8

Stati Uniti: dazio medio effettivo dal 1900



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Budget Lab.

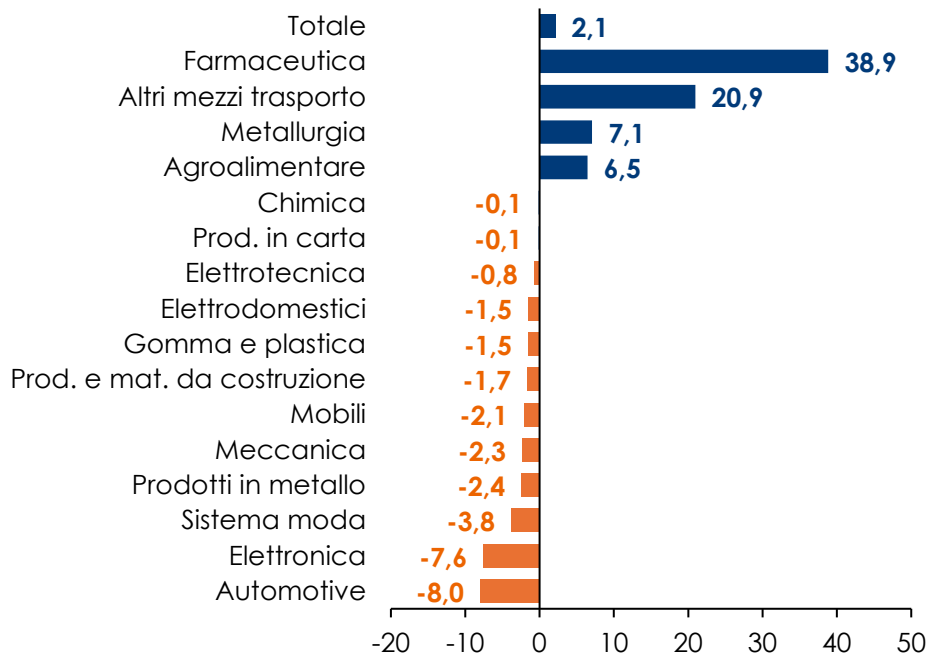
- **Accordi quadro** sono stati raggiunti con **Unione Europea, Regno Unito, Giappone, Corea del Sud**. Con la **Cina** è stato siglato un accordo preliminare per prorogare la tregua sui dazi e rinviare i controlli sulle terre rare.
- Il **livello medio effettivo** dei dazi applicati dagli Stati Uniti è salito al 18%, il più alto dal 1935.
- Particolarmente rilevanti gli aumenti su **acciaio e alluminio**, le cui tariffe sono state portate al **50%**. Nuovi dazi sono già stati introdotti su prodotti in **rame, autoveicoli e loro componenti, camion, cucine e arredo**; altri settori saranno probabilmente colpiti nei prossimi mesi (farmaci, pannelli solari, batterie ecc.).
- Dato il rilievo assunto come **fonte di entrata per il bilancio federale** americano, è improbabile che il regime venga allentato nel breve periodo.

Andamento dell'export italiano a più velocità

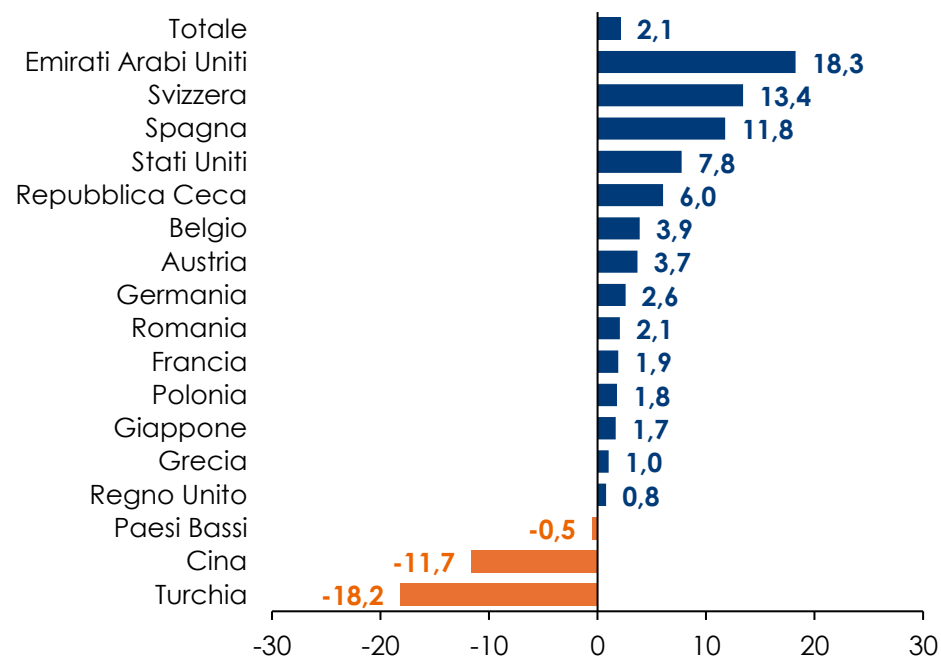
9

Evoluzione delle esportazioni italiane nel primo semestre del 2025: variazione % tendenziale su dati a prezzi correnti

Settore



Mercato

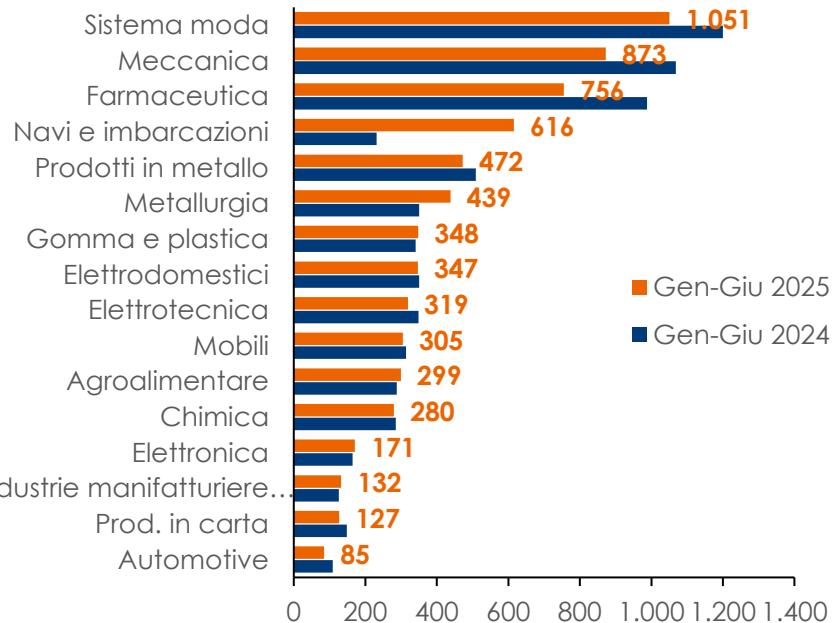


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat.

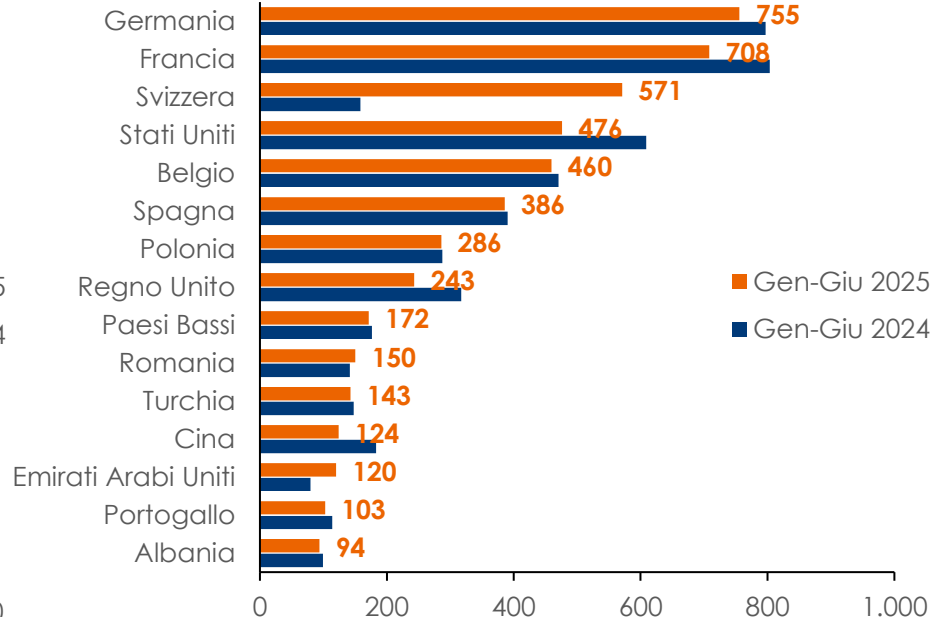
Maggiori difficoltà per l'economia marchigiana

Marche: andamento delle esportazioni (milioni di euro)

Settore



Paese di destinazione

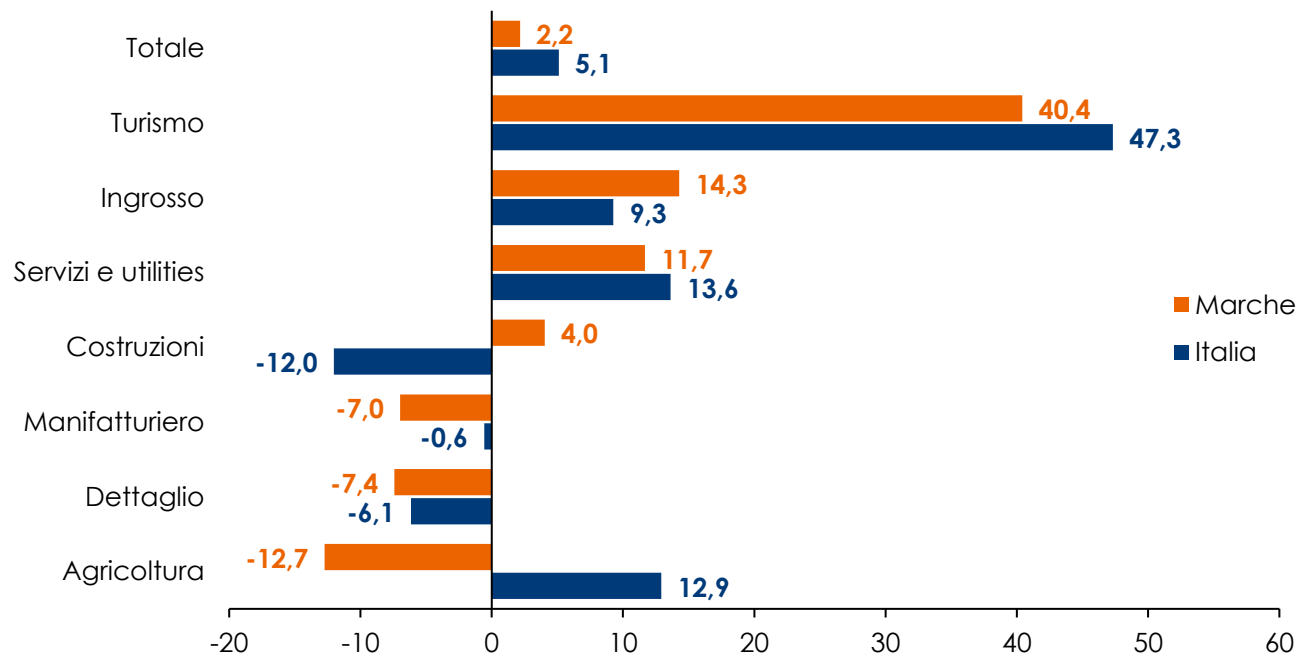


Nota: tra le altre industrie manifatturiere si segnalano: giocattoli (+22,4%), strumenti musicali (-16,4%), articoli sportivi (+24,5%) e oreficeria (-1,7%). Oltre il 60% della flessione del comparto farmaceutico (-23,5%) è attribuibile alla riduzione degli acquisti da parte di Germania, Stati Uniti e Cina. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat.

Marche: saldo sulle attese 2025 di poco positivo. Bene turismo e servizi. Soffre il manifatturiero

11

Andamento previsto del fatturato nel 2025 a prezzi correnti della clientela (saldo tra giudizi di fatturato in aumento e in calo in % del totale)

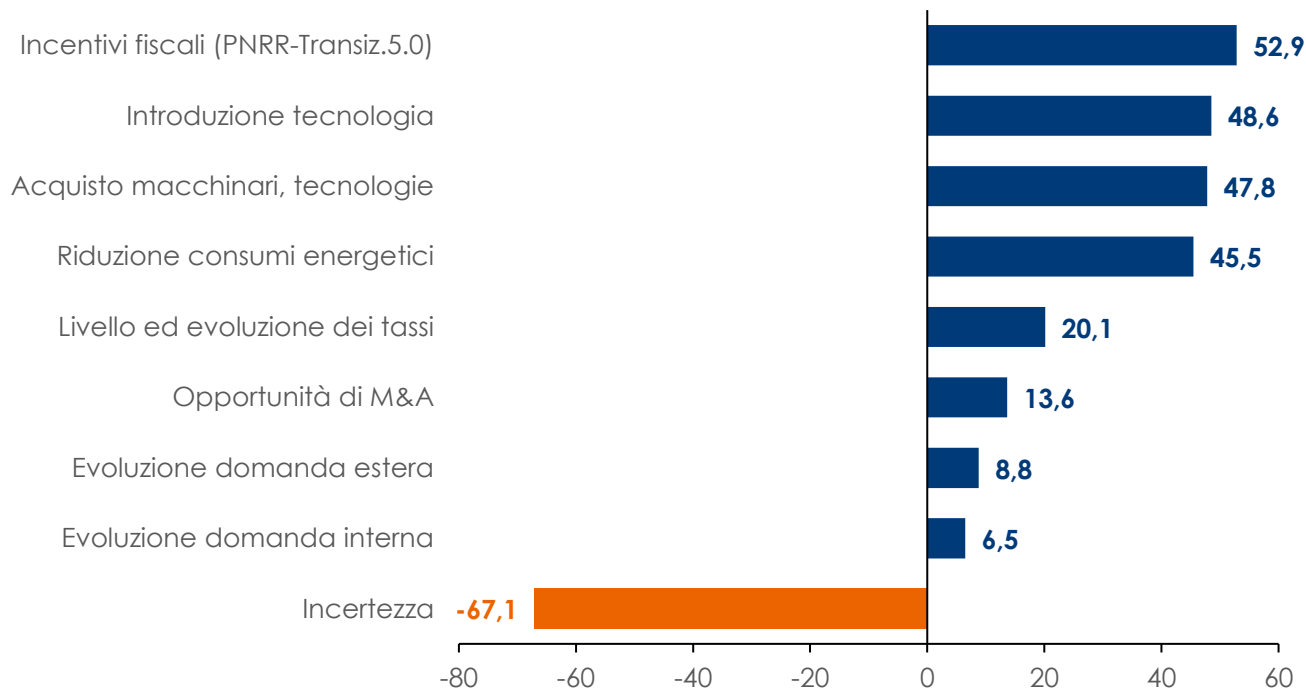


Fonte: indagine Intesa Sanpaolo edizione maggio-giugno 2025.

Il calo dei tassi riduce gli ostacoli agli investimenti, ma l'incertezza resta elevata

12

Marche: variabili che avranno effetti sugli investimenti 2025, confronto tra edizione maggio 2025 e novembre 2024 (saldo tra colleghi che hanno indicato un effetto di accelerazione e colleghi che hanno segnalato un effetto di freno in % del totale rispondenti; al netto dei «non so»)

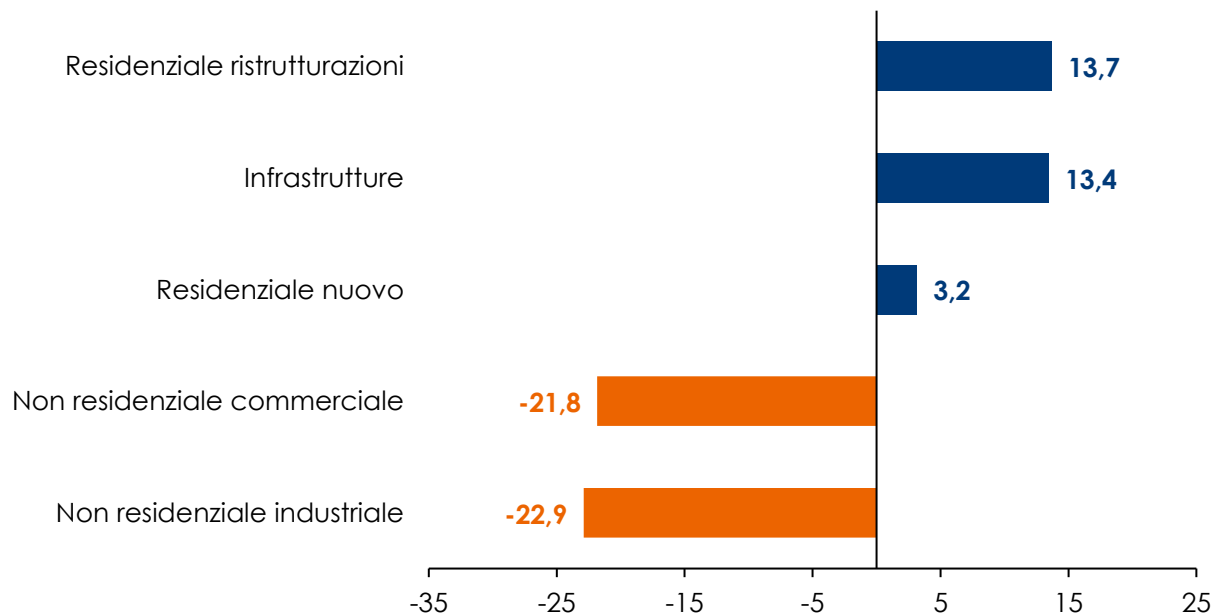


Costruzioni: ristrutturazioni e infrastrutture trainanti. Il saldo torna positivo per il residenziale nuovo

13

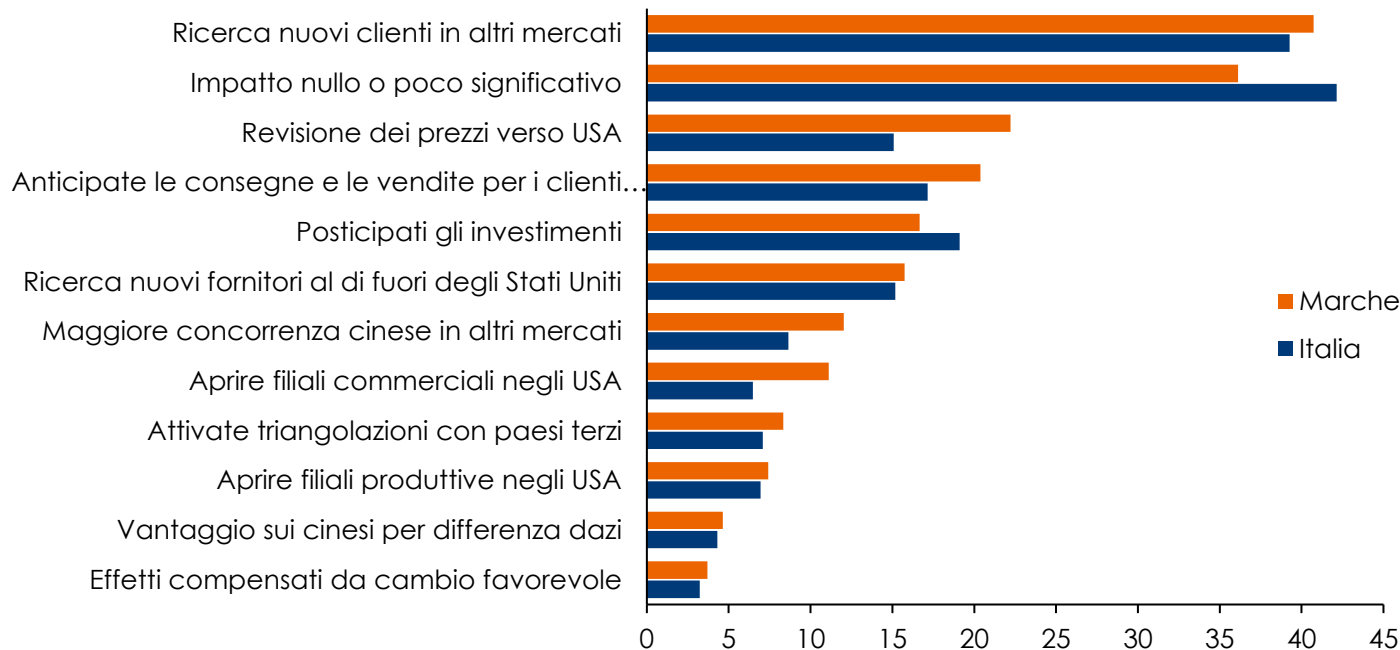
Italia: tenendo conto delle informazioni sulla tua clientela della filiera delle costruzioni, come potrebbe chiudersi in termini di fatturato l'intero 2025 rispetto al precedente?

(saldo tra giudizi di aumento e giudizi di calo in % del totale; al netto dei «non so»)



Un mix di strategie per contrastare i dazi americani

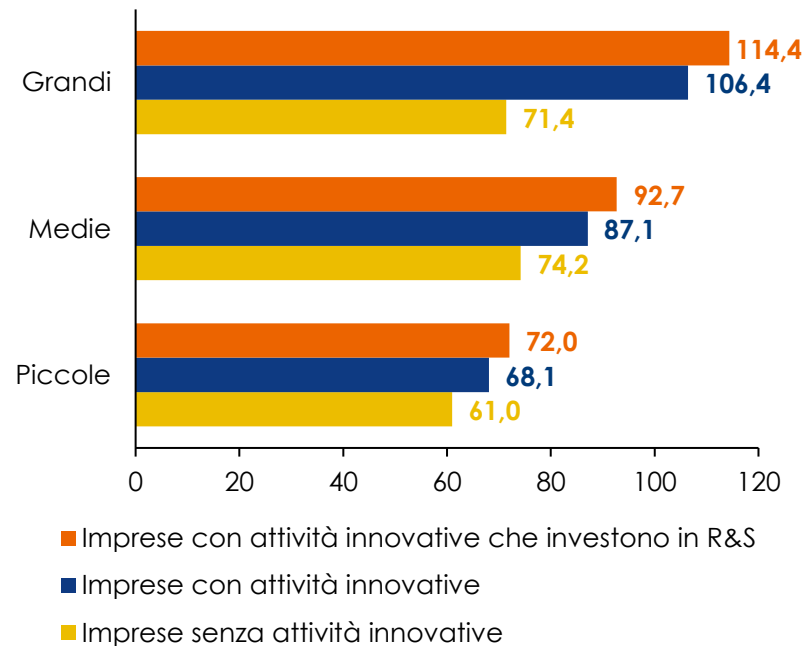
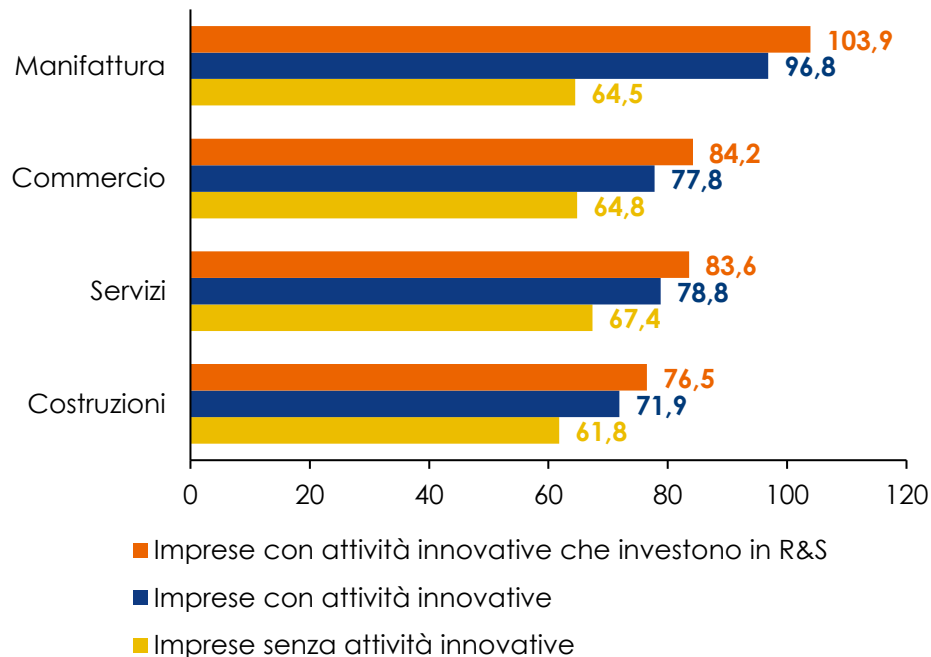
Tenendo conto delle informazioni in tuo possesso, per quali ragioni i dazi americani potrebbero penalizzare solo parzialmente le imprese tue clienti? (% del totale rispondenti; possibili più risposte; al netto «non so»)



Le imprese marchigiane reagiscono con ricerca di mercati alternativi e maggiore intensità sulla leva del prezzo. Aumenta il rischio di concorrenza cinese su altri mercati

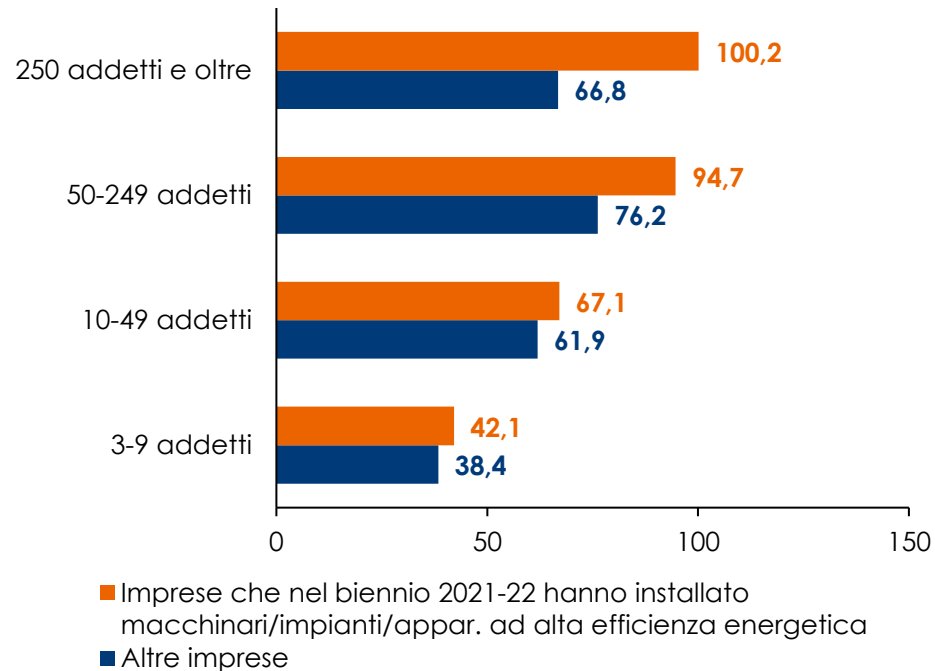
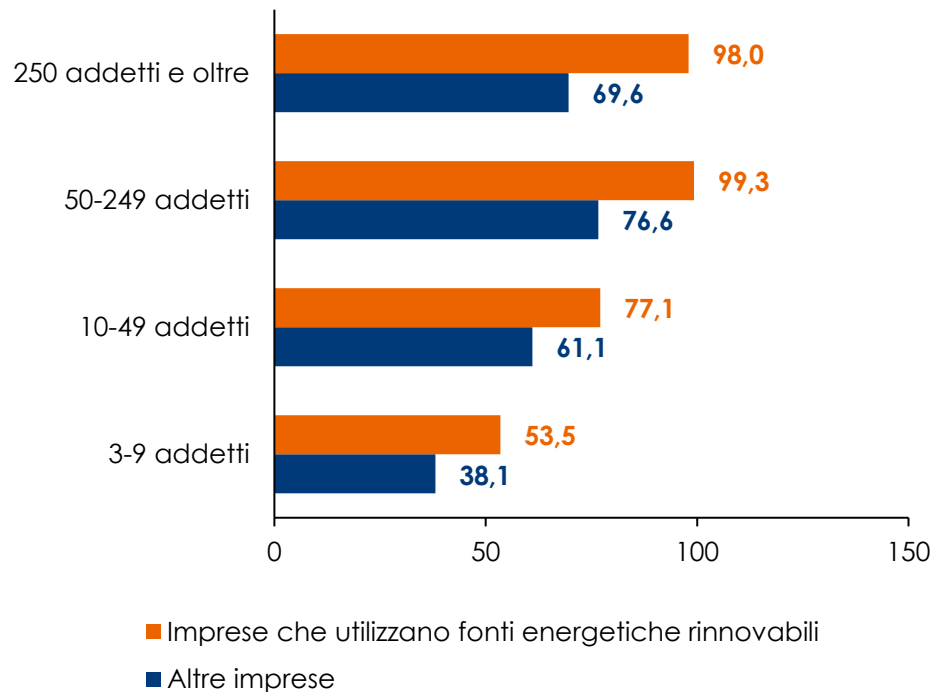
Il legame tra innovazione e produttività...

Valore aggiunto per addetto delle imprese italiane (migliaia di euro, 2022)
Edizione dicembre 2024 **Edizione luglio 2025**



...e tra attenzione all'ambiente e competitività

Valore aggiunto per addetto delle imprese italiane (migliaia di euro, 2022)



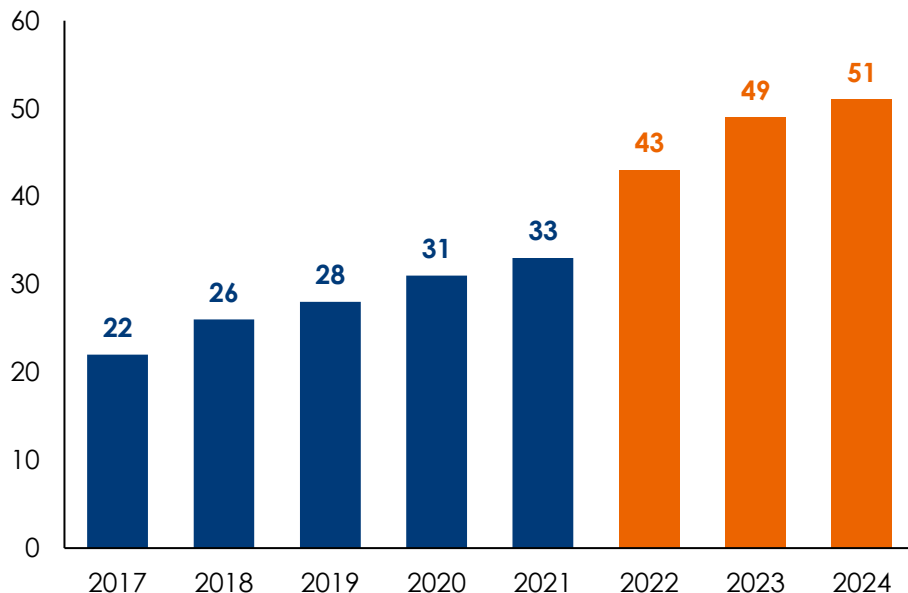
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat.

Come trasformare in opportunità le criticità del mercato del lavoro

17

Marche: assunzioni di difficile reperimento

Evoluzione nel tempo



Per livello di istruzione e area aziendale



Nota: nell'istruzione terziaria le difficoltà di reperimento sono pari al 56% nelle università e al 64% nelle ITS Academy. Le aree tecniche e di progettazione comprendono progettazione e R&S, installazione e manutenzione, certificazione, controllo qualità, sicurezza e ambiente.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Unioncamere-Excelsior.

Importanti comunicazioni

Gli economisti 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.

La presente pubblicazione è stata redatta da Intesa Sanpaolo S.p.A. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Intesa Sanpaolo S.p.A. affidabili, ma non sono necessariamente complete, e l'accuratezza delle stesse non può essere in alcun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, ed a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Intesa Sanpaolo S.p.A.

La presente pubblicazione non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti ai quali si rivolge. Intesa Sanpaolo S.p.A. e le rispettive controllate e/o qualsiasi altro soggetto ad esse collegato hanno la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. 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, 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 separazione 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 – facendo riferimento a 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, 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 loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. 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 S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui 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. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A., Industry and Local Economies Research, Via Romagnosi, 5 20121 Milano (Italia).