

Centro Studi di Gruppo

Scenario economico di Gruppo - ottobre 2025

Economia globale: «Steady as it goes»?

Disclaimer

Nulla del contenuto del presente documento deve essere inteso come ricerca in materia di investimenti o come una comunicazione di marketing né una raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, rispetto ad una strategia di investimento avente oggetto gli strumenti finanziari o emittenti strumenti finanziari né una sollecitazione o offerta, né consulenza in materia di investimenti, legale, fiscale o di altra natura.

Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione, e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute.

BancoPosta Fondi SGR declina ogni responsabilità per eventuali errori od omissioni e si riserva il diritto di modificare, in ogni momento, le analisi e le informazioni prodotte.

I rendimenti del passato non sono indicativi di quelli futuri.

Economia mondiale: «Steady as it goes» ?



- La semantica è tutto nel mondo della finanza. La BCE ha scelto Firenze per la riunione di Ottobre in omaggio alla città che ha dato al mondo europeo la sua prima moneta unica accettata universalmente, proprio nella riunione che lancerà il progetto dell'Euro Digitale.
- Allo stesso tempo, la Lagarde ne ha approfittato per una visita a un mercato rionale per ricordare, fra i banchi di verdura, in modo ancor più metaforico, che la BCE vigila e continua a monitorare lo sviluppo dell'inflazione e lanciando un monito che il controllo dei prezzi rimane fondamentale, per ridurre rischi al rialzo.
- Dall'altro lato dell'Oceano, la semantica finanziaria della FED parla di una situazione macroeconomica ancora sotto controllo, con crescita che, però, deriva, come notava recentemente Jason Furman, professore di Harvard, dall'esponenziale contributo delle emergenti economie, lo sviluppo dei gigacenter e l'ottimizzazione dei processi produttivi con AI e altre tecnologie.
- Nel contesto monetario, quindi, le nostre previsioni rimangono quelle di un ciclo di tassi stabili e con qualche ribasso da parte della FED, data una inflazione che ancora rimane appena sopra il livello di obiettivo.
- Sicuramente, siamo entrati in un periodo di tassi neutrali e la semantica delle grandi economie globali parla di tecnologia come grande driver della produttività, anche grazie a livelli di occupazione record.
- La stabilità politica e un approccio no frills alla legge finanziaria 2026 premia l'Italia sui mercati, con lo spread ai minimi storici e una credibilità che potrà essere importante nella fase cruciale di rinegoziazione dei programmi europei. La crescita rimane stabile, anche se, come notiamo nell'analisi, risente ancora dell'impatto PNRR.

«Steady as it goes» o no? - Alcuni rischi da monitorare



- Nell'analisi dello scenario economico, non possiamo ignorare che la stabilità relativa di mercati e performance macroeconomiche nasconde alcune importanti incertezze:
 - Impatto della politica commerciale di Trump su inflazione americana, dove molti analisti e la FED stessa studiano il potenziale «lag» con il quale gli effetti inflattivi delle tariffe si scaricheranno su consumatori americani e globali.
 - Politiche monetarie e fiscali americane che continuano a far intravedere un dollaro in continua svalutazione, ma senza il conforto di poter migliorare la bilancia dei pagamenti in un paese che invece importa moltissimo - anche se autosufficiente per energia.
 - Crisi geopolitiche in crescita. In un recente intervento a Bruegel, l'AD di Leonardo ha dichiarato che il numero di conflitti e guerre nel mondo sono a un livello mai raggiunto dal 1940. E alcuni di questi molto vicini a casa nostra, con la guerra in Ucraina in potenziale escalation giornaliera.
 - Il rischio di guerra sta creando le condizioni per una importante esuberanza fiscale, in primis nei paesi che hanno spazio fiscale come la Germania e l'Olanda. Il dibattito in Europa verte molto su chi coprirà i costi della difesa europea, se il bilancio nazionale o una nuova soluzione europea. Leggasi: debito comune europeo?
 - Impatto delle nuove tecnologie (qualcuno la chiama tecnocrazia) non solo su efficienza e produttività ma su tutto il costruito sociale, e con dinamiche demografiche che stanno mutando velocemente soprattutto in Europa.
 - In ultimo, ma potrebbe essere primo, il rischio che i livelli dei mercati azionari, della leva finanziaria di sistema e dei sistemi di gestione del collaterale (che ha raggiunto livelli record da sempre) possano entrare in una fase decompressiva, o una 'bubble burst'. I rumori sinistri dal mondo del Private credit - con alcuni default importanti e, ultimamente, semantici, non sono più ignorabili.
- Quindi, questo Scenario di Gruppo dice semplicemente: «Go steady», ma attenti agli incroci.

Punti di attenzione



- **FED il consenso di mercato sconta proseguimento della politica monetaria espansiva:** entro 2026 4 tagli vs 6 tagli di Moodys che aggiunge l'ulteriore ribasso politico Q4 26; seguono i Fed funds future; le previsioni di SDG scende fino a 2.75%. Trump anela all'1%: il rischio della fiscal dominance e le sue conseguenze sono sempre più palpabili
- **BCE: le nostre previsioni sono allineate al mercato che la vede ferma (2%). Che succede se il dollaro continua a svalutarsi?** La distribuzione delle stime degli analisti denota rischi asimmetrici del tasso dopo skewed sulla parte bassa della distribuzione verso 1.75%
- **Italia: abbiamo rivisto al ribasso la crescita per il 2025; la stabilità politica sta contribuendo ad un miglioramento oltre alle attese dei parametri di stabilità fiscale:** 3% già centrato quest'anno, ma il debito tornerà a flettere solo dopo il 2027
- **In Francia la spesa continua ad aumentare e i principali parametri di stabilità fiscale a deteriorarsi.** L'Ecofin raccomanda di rientrare sotto al 3% nel 2029; abbiamo fatto un esercizio: che tipo di manovra richiederebbe centrare questo target?
- **Politiche tariffarie USA: la Cina è la più attiva ed efficiente nel rispondere accelerando sulla diversificazione**
- **Scenario alternativo SDG1: la politica tariffaria di Trump ha un impatto sull'inflazione USA al di sopra delle attese; l'EUR/\$ raggiunge 1.25 in Q1-26.** La FED costretta ad invertire la tendenza rispetto alla baseline, mentre la BCE continua a tagliare per gestire l'impatto disinflazionistico
- **Scenario alternativo SDG2: la Cina ha la meglio sulla guerra tariffaria con gli USA sfruttando la diversificazione;** gli impatti a livello globale non sono trascurabili; fra questi l'accentuarsi delle pressioni disinflazionistiche in Eurozona costretta ad assorbire una parte dell'eccesso di produzione cinese

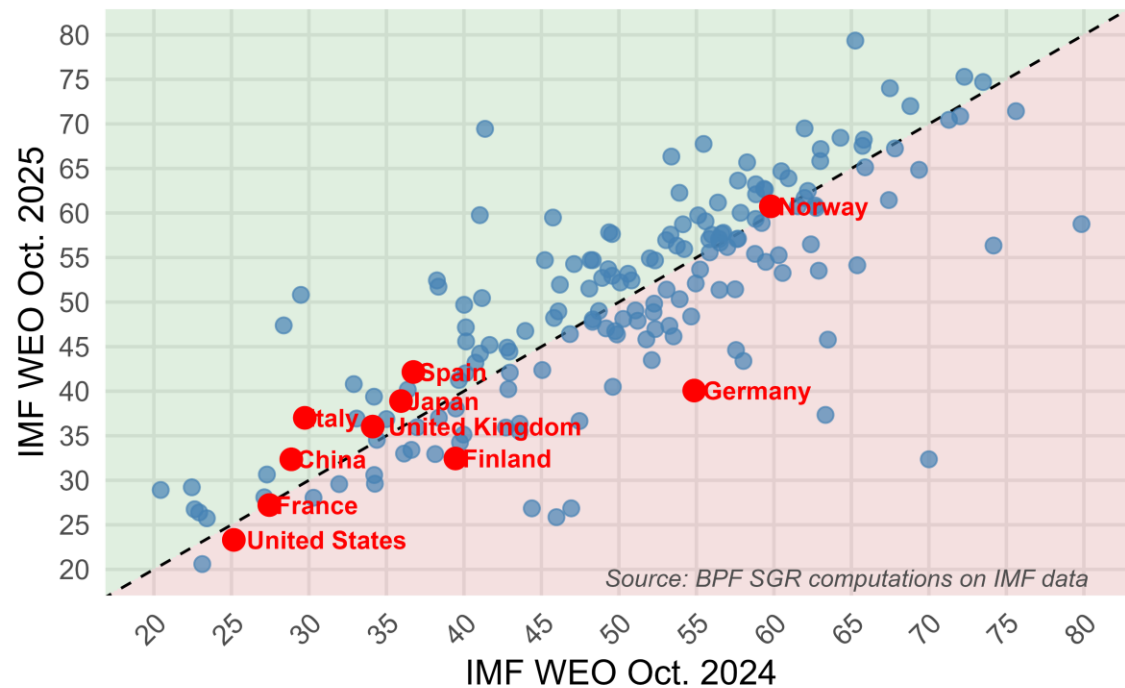


- Scenario macro economico prospettico: I temi rilevanti
 - Scenario Centrale di Gruppo (SDG): le principali ipotesi
- Scenario economico Italia
- Scenario economico Cina
- Scenario economico Giappone
- Scenario economico Regno Unito
- Bilancio EU e PNRR
- Bibliografia

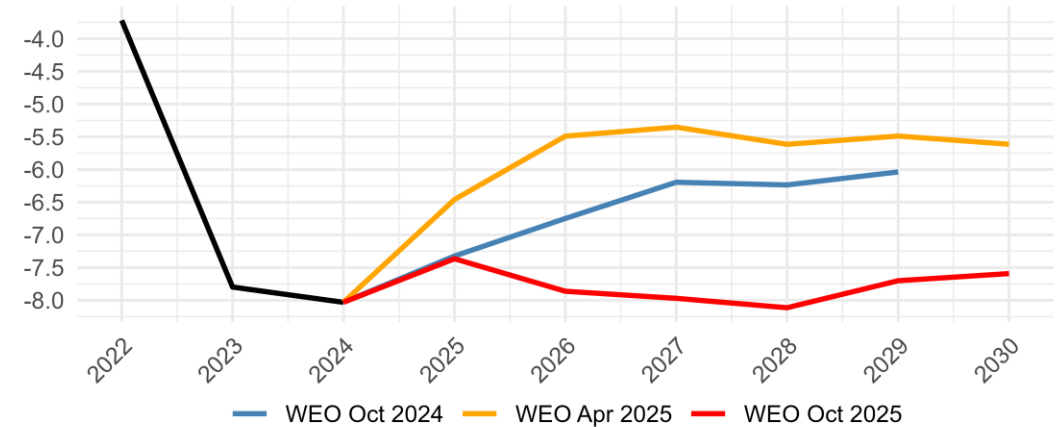
IMF World Economic Outlook ottobre 2025: le nuove stime evidenziano un significativo deterioramento della solidità fiscale di USA e Germania rispetto a quanto stimato l'anno scorso. Mentre Italia (slide pag.16), Cina e Spagna risultano in miglioramento

Abbiamo creato un algoritmo di scoring tramite percentili utilizzando stime IMF di PIL, inflazione, saldo fiscale (%PIL) e debito (%PIL) per 180 paesi contenute nel WEO database.

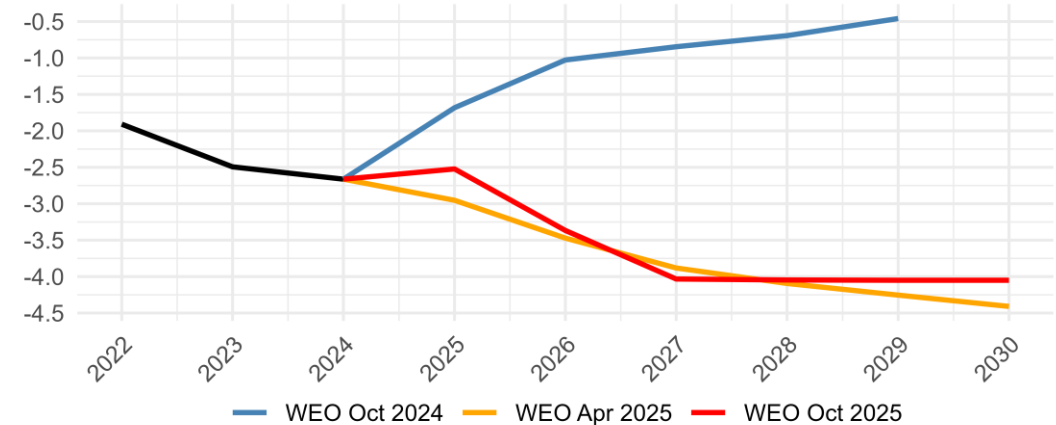
Percentile score: IMF WEO Oct. 2025 vs IMF WEO Oct. 2024



United States — Fiscal Balance (%GDP)



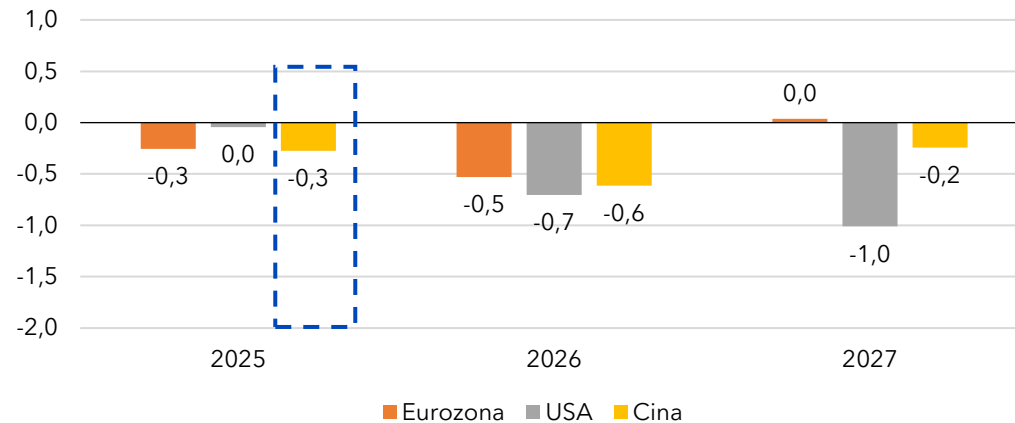
Germany — Fiscal Balance (%GDP)



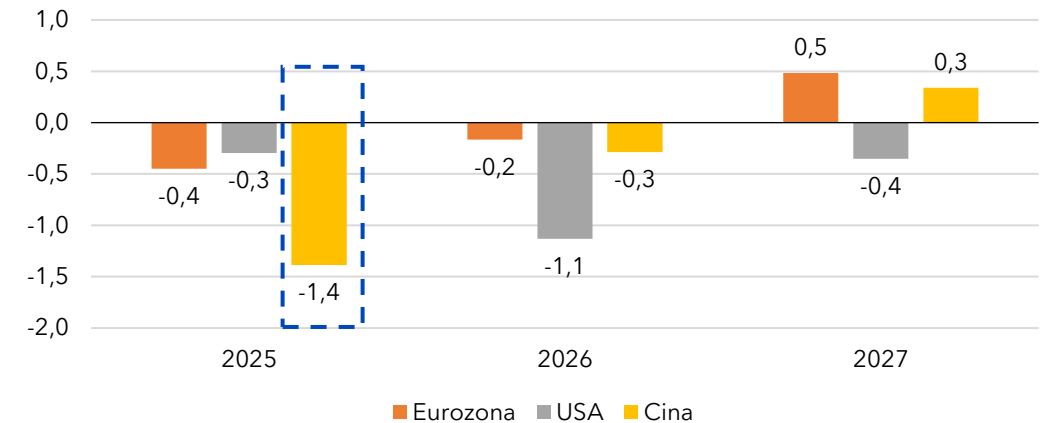
Impatto tariffe su previsioni PIL e inflazione: SDG ottobre vs. SDG luglio 25

La politica tariffaria di Trump alimenta rischi al ribasso sulla crescita che la Cina sembra essere relativamente più in grado di riassorbire, almeno nell'immediato; l'impatto sulla crescita USA potrebbe essere relativamente più significativo nel medio termine; per l'Eurozona ci si attende un impatto temporaneo nel 2026. Gli effetti sull'inflazione sono significativi e al rialzo solo per gli USA, spalmati lungo tutto l'orizzonte temporale di riferimento; per Eurozona e Cina gli stessi effetti potrebbero rivelarsi disinflazionistici anche a causa della svalutazione del dollaro.

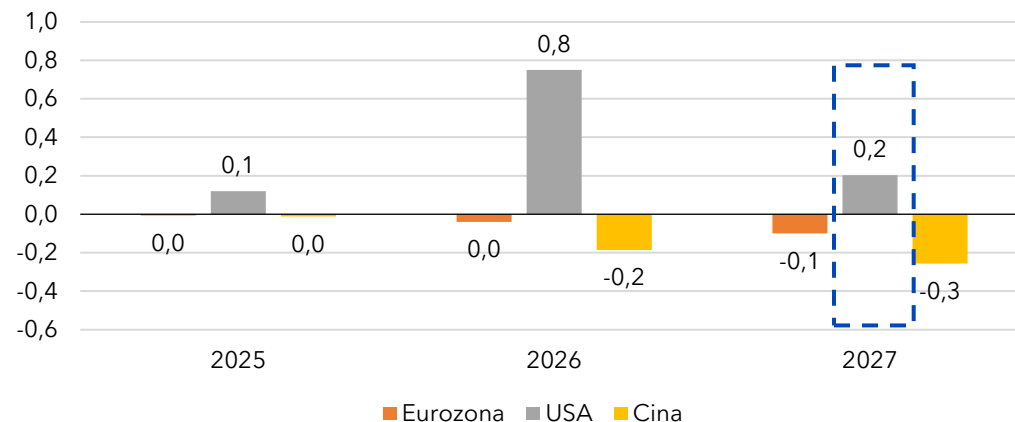
SDG ottobre: PIL reale - stima impatto tariffe



SDG luglio 25: PIL reale - stima impatto tariffe



SDG ottobre: Inflazione - stima impatto tariffe



SDG luglio 25: Inflazione - stima impatto tariffe

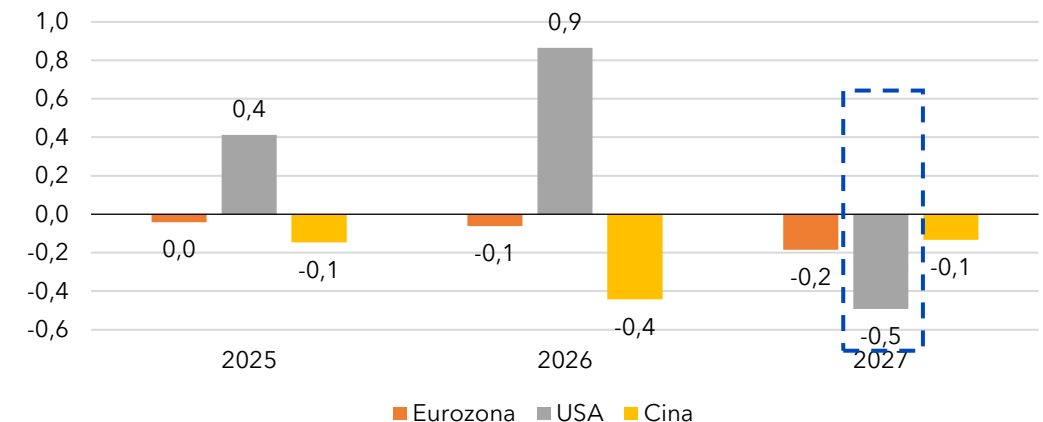


Tabelle Eurozona, USA e Cina: confronto scenario SDG ottobre 25 e SDG ex. tariff

USA	SDG ott. 25				SDG ott. 25 ex. Tariff				delta		
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
PIL reale*	2.8	2.0	1.7	1.8	2.8	2.0	2.4	2.8	-0.0p.p	-0.7p.p	-1.0p.p
Inflazione*	3.0	2.8	3.5	2.8	3.0	2.7	2.8	2.6	+0.1p.p	+0.8p.p	+0.2p.p
Disoccupazione**	4.0	4.2	4.6	4.7	4.0	4.3	4.8	4.0	-0.1p.p	-0.2p.p	+0.6p.p
Debito/PIL**	119.9	120.2	122.0	124.0	119.9	120.4	123.6	125.9	-0.2p.p	-1.6p.p	-1.9p.p
Saldo fiscale/PIL**	-7.0	-6.7	-7.4	-8.4	-7.0	-7.2	-8.7	-9.1	+0.5p.p	+1.3p.p	+0.6p.p
Fed funds**	5.1	4.2	3.3	2.8	5.1	4.2	3.0	2.5	+0.0p.p	+0.3p.p	+0.3p.p

Moody's Analytics; elaborazioni BPF SGR;* variazioni tendenziali; **medie annue

Eurozona	SDG ott. 25				SDG ott. 25 ex. Tariff				delta		
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
PIL reale*	0.8	1.3	1.1	1.7	0.8	1.6	1.7	1.7	-0.3p.p	-0.5p.p	+0.0p.p
Inflazione*	2.4	2.2	1.9	2.0	2.4	2.2	2.0	2.1	-0.0p.p	-0.0p.p	-0.1p.p
Disoccupazione**	6.4	6.3	6.3	6.1	6.4	6.3	6.2	6.0	+0.0p.p	+0.1p.p	+0.1p.p
Debito/PIL**	86.4	86.8	87.7	88.0	86.4	86.6	86.7	86.6	+0.3p.p	+1.0p.p	+1.4p.p
Saldo fiscale/PIL**	-3.1	-3.1	-3.3	-3.1	-3.1	-3.0	-2.9	-2.7	-0.1p.p	-0.4p.p	-0.4p.p
Tasso Depo BCE**	3.7	2.3	2.0	2.1	3.7	2.4	2.8	3.0	-0.1p.p	-0.8p.p	-0.9p.p
Euro\$**	1.08	1.13	1.18	1.18	1.08	1.13	1.21	1.23	-0.00	-0.03	-0.05

Moody's Analytics; elaborazioni BPF SGR;* variazioni tendenziali; **medie annue

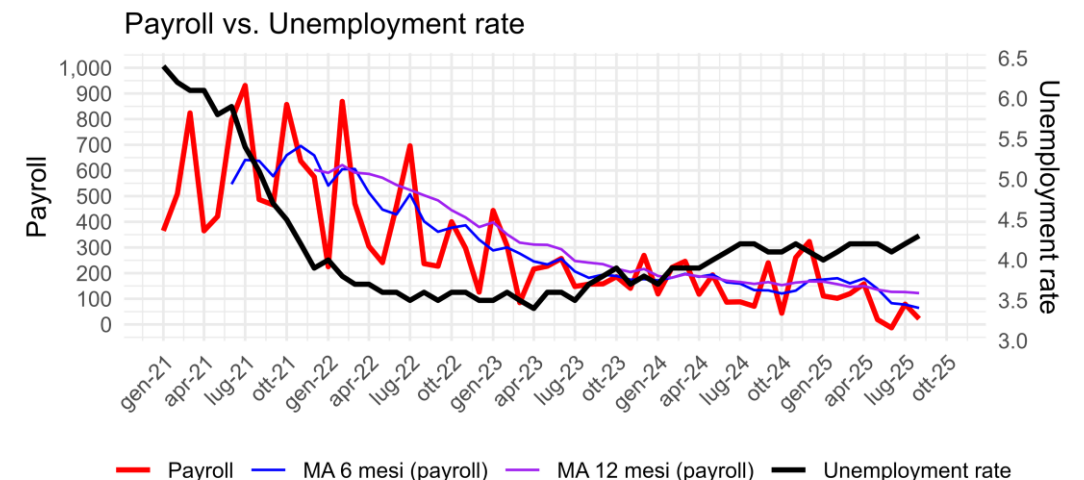
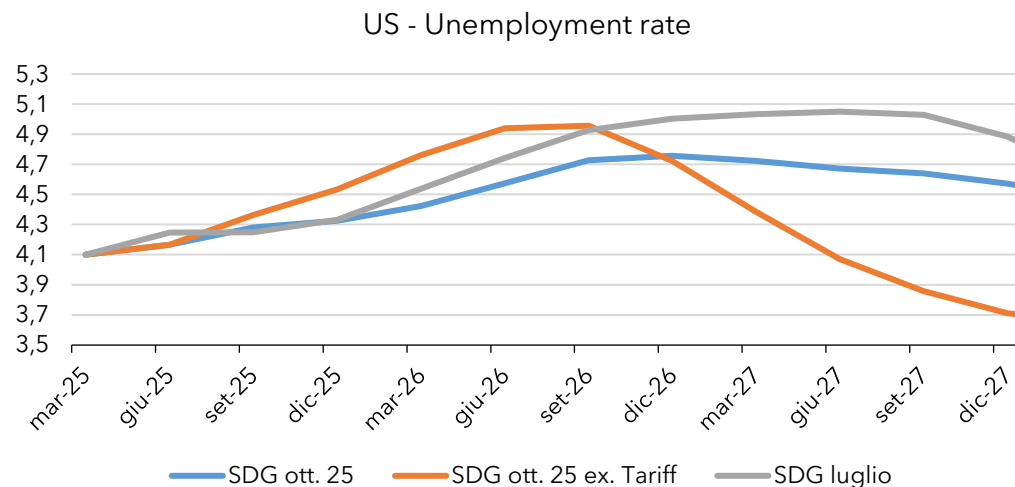
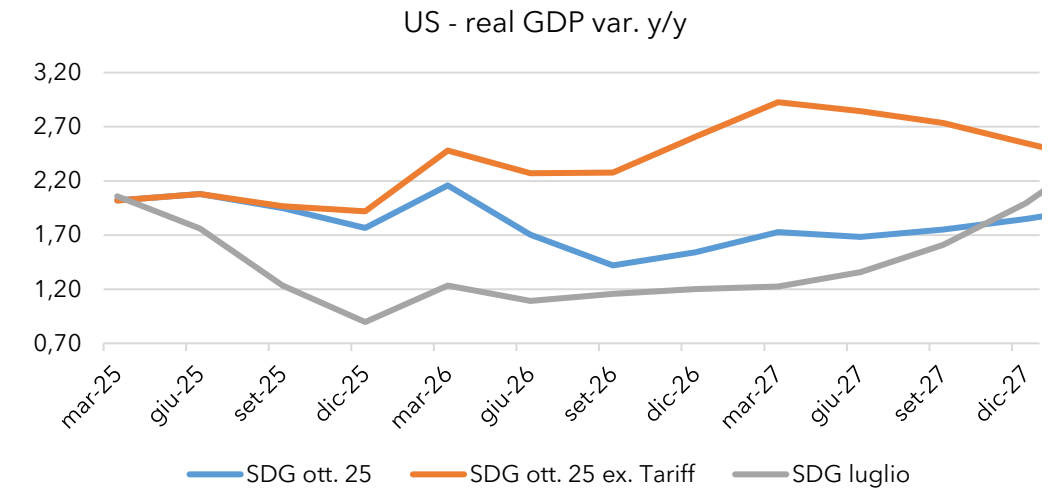
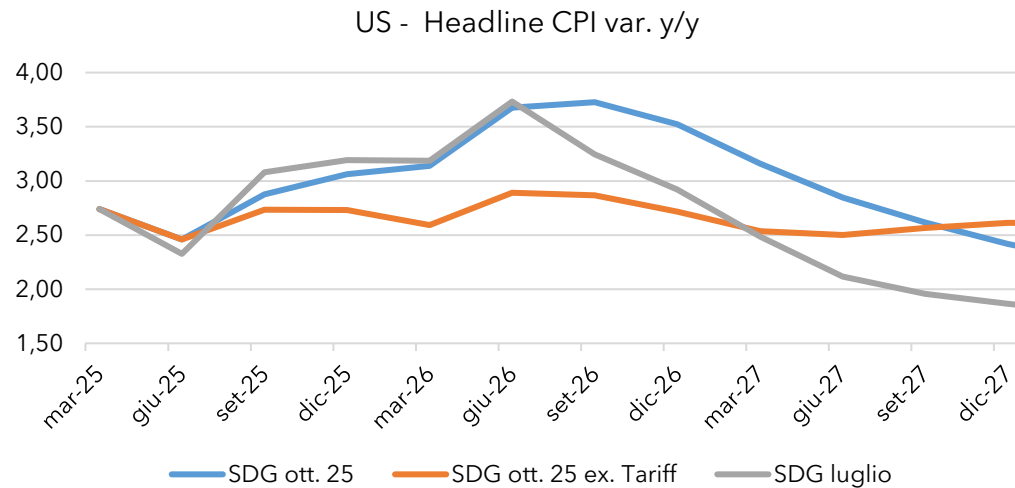
Cina	SDG ott. 25				SDG ott. 25 ex. Tariff				delta		
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
PIL reale*	4.9	4.8	4.4	4.2	4.9	5.1	5.0	4.4	-0.3p.p	-0.6p.p	-0.2p.p
Inflazione*	0.2	0.1	1.1	1.1	0.2	0.1	1.3	1.4	-0.0p.p	-0.2p.p	-0.3p.p
Disoccupazione**	5.1	5.2	5.4	5.3	5.1	5.2	5.4	5.3	+0.0p.p	+0.0p.p	+0.0p.p
Debito/PIL**	90.8	97.5	102.8	106.3	90.8	97.2	101.9	104.7	+0.2p.p	+0.9p.p	+1.6p.p
Saldo fiscale/PIL**	-3.4	-6.0	-6.6	-5.9	-3.4	-6.0	-6.4	-5.7	-0.0p.p	-0.1p.p	-0.2p.p
Cambio \$/yuan**	7.2	7.3	7.2	7.0	7.2	7.3	7.2	7.0	+0.00	+0.03	+0.04

Moody's Analytics; elaborazioni BPF SGR;* variazioni tendenziali; **medie annue

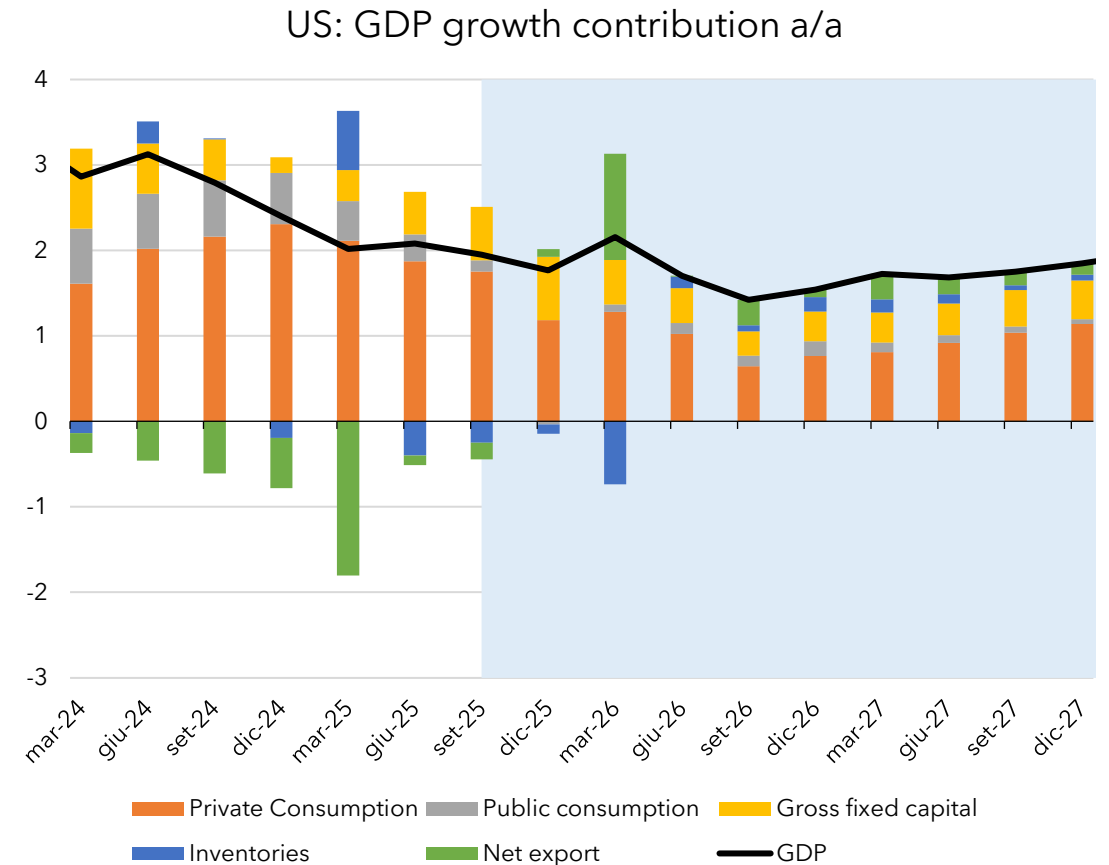
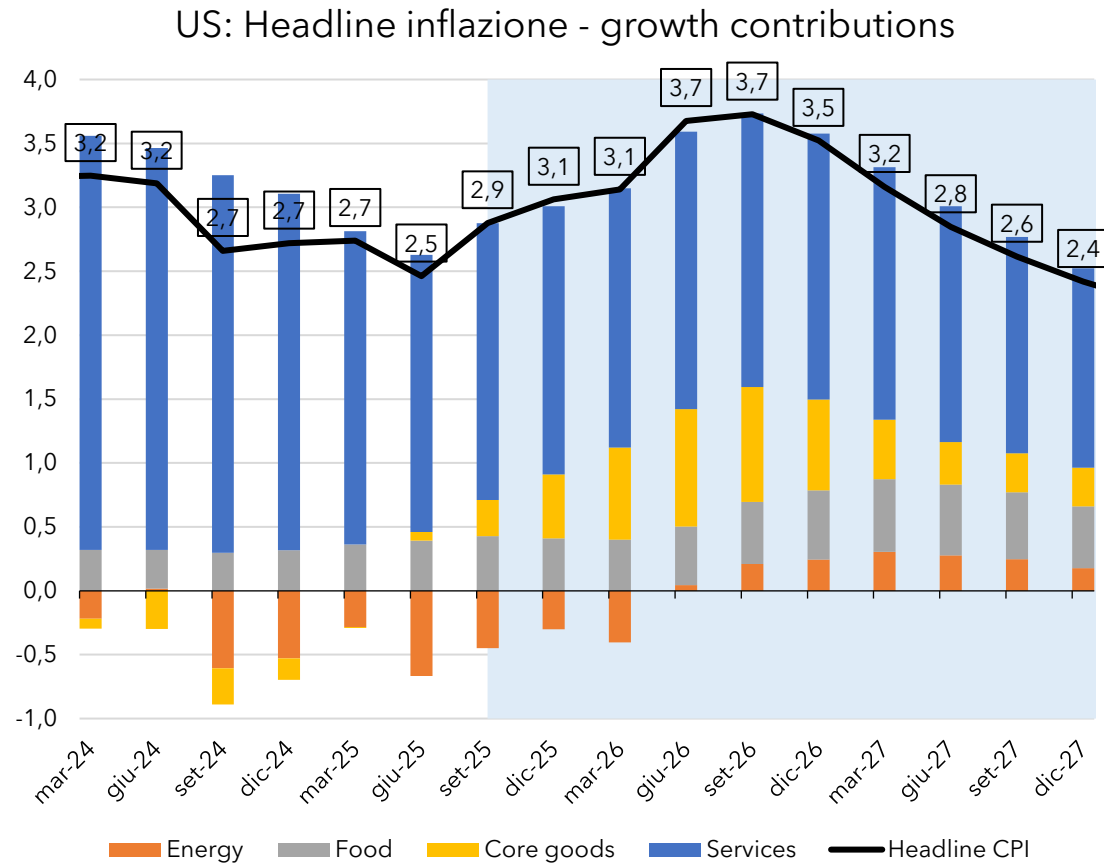
Disclaimer. I rendimenti del passato non sono indicativi di quelli futuri

FED: le attese sul proseguimento della politica monetaria espansiva potrebbero essere non del tutto giustificate dall'evoluzione dello scenario fondamentale

Espansione, solo relativamente più moderata, inflazione in aumento, tasso di disoccupazione (ancora) in aumento, su livelli comunque limitati e che invertirà il trend entro il 2026 (resta un tema di labour market loosening, evidenziato anche dagli NFP, che a tendere potrebbe pesare sui consumi).



L'inflazione USA resta sopra target lungo tutto l'orizzonte di previsione; rischi al rialzo in USA trainati dalla componente beni core, dovuti agli effetti della politica tariffaria



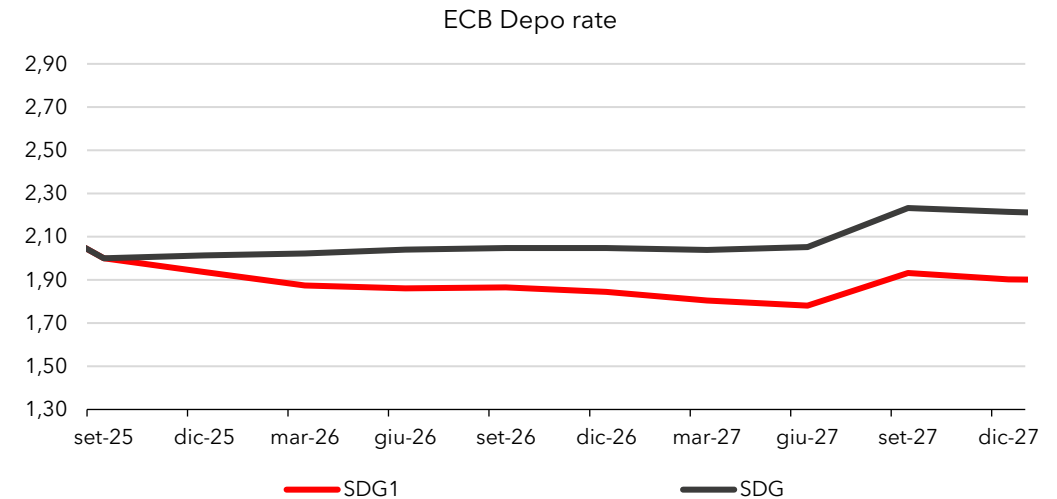
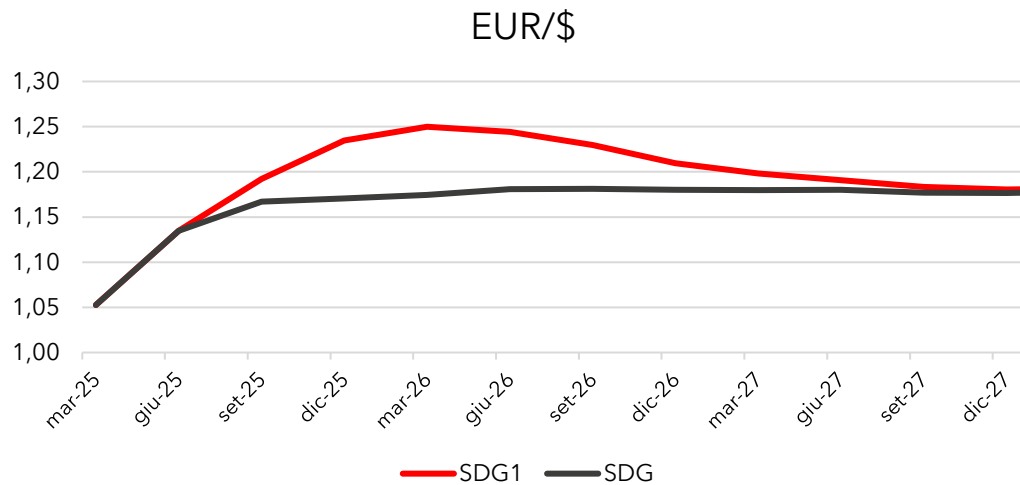
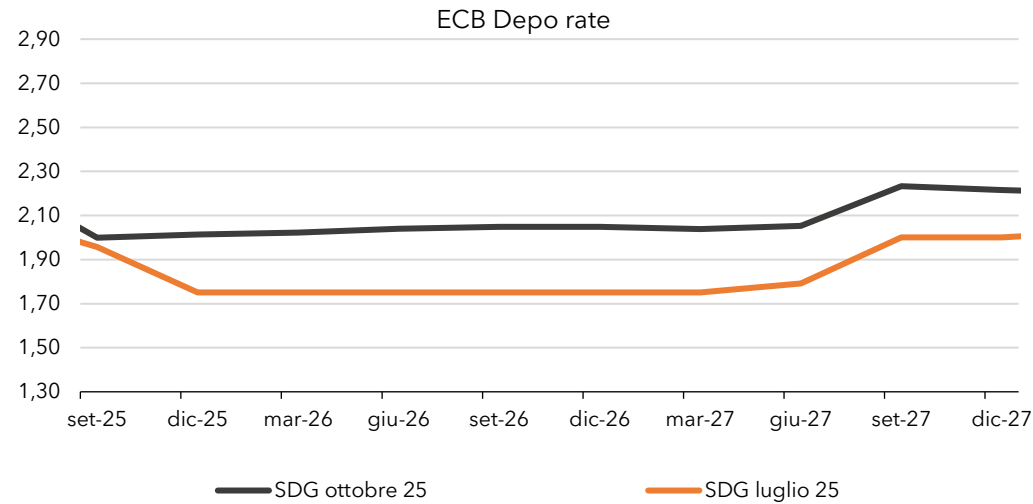
USA: stime di crescita ed inflazione riviste al rialzo rispetto all'ultimo SDG

USA	SDG ottobre 25				SDG luglio 25				delta		
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
PIL reale*	2.8	2.0	1.7	1.8	2.8	1.5	1.2	1.5	+0.5p.p	+0.5p.p	+0.2p.p
Inflazione*	3.0	2.8	3.5	2.8	3.0	2.8	3.3	2.1	-0.0p.p	+0.2p.p	+0.7p.p
Disoccupazione**	4.0	4.2	4.6	4.7	4.0	4.2	4.8	5.0	-0.0p.p	-0.2p.p	-0.3p.p
Debito/PIL**	119.9	120.2	122.0	124.0	120.3	120.2	122.0	124.9	-0.0p.p	-0.0p.p	-0.9p.p
Saldo fiscale/PIL**	-7.0	-6.7	-7.4	-8.4	-6.5	-5.8	-7.1	-8.2	-1.0p.p	-0.4p.p	-0.2p.p
Fed funds**	5.1	4.2	3.3	2.8	5.1	4.2	3.4	2.9	-0.0p.p	-0.1p.p	-0.1p.p

Moody's Analytics; elaborazioni BPF SGR;* variazioni tendenziali; **medie annue

BCE: le nostre previsioni sono allineate al mercato che la vede ferma (2%). Che succede se il dollaro continua a svalutarsi?

La distribuzione delle stime degli analisti denota rischi asimmetrici del tasso depo skewed sulla parte bassa della distribuzione verso 1.75%



Eurozona: miglioramento delle prospettive di crescita sostenute soprattutto dalla Germania e dalla Spagna; il 2027 è atteso beneficiare da una crescita degli investimenti

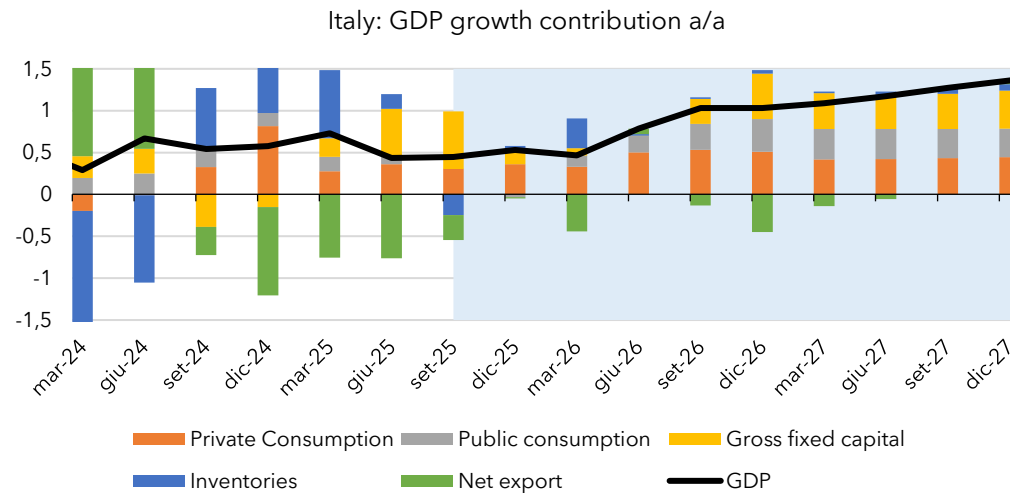
Eurozona	SDG ottobre 25				SDG luglio 25				delta		
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
PIL reale*	0.8	1.3	1.1	1.7	0.8	1.0	1.0	1.8	+0.3p.p	+0.2p.p	+0.1p.p
Inflazione*	2.4	2.2	1.9	2.0	2.4	2.2	2.0	2.0	+0.0p.p	-0.0p.p	-0.0p.p
Disoccupazione**	6.4	6.3	6.3	6.1	6.4	6.3	6.4	6.2	-0.0p.p	-0.1p.p	-0.1p.p
Debito/PIL**	86.4	86.8	87.7	88.0	86.6	86.9	88.1	88.2	-0.1p.p	-0.4p.p	-0.2p.p
Saldo fiscale/PIL**	-3.1	-3.1	-3.3	-3.1	-3.1	-3.4	-3.5	-3.3	+0.3p.p	+0.2p.p	+0.2p.p
Tasso Depo BCE**	3.7	2.3	2.0	2.1	3.7	2.1	1.8	1.9	+0.1p.p	+0.3p.p	+0.2p.p
Euro\$**	1.08	1.13	1.18	1.18	1.08	1.14	1.18	1.18	-0.01	-0.00	+0.00

Moody's Analytics; elaborazioni BPF SGR; * variazioni tendenziali; ** medie annue

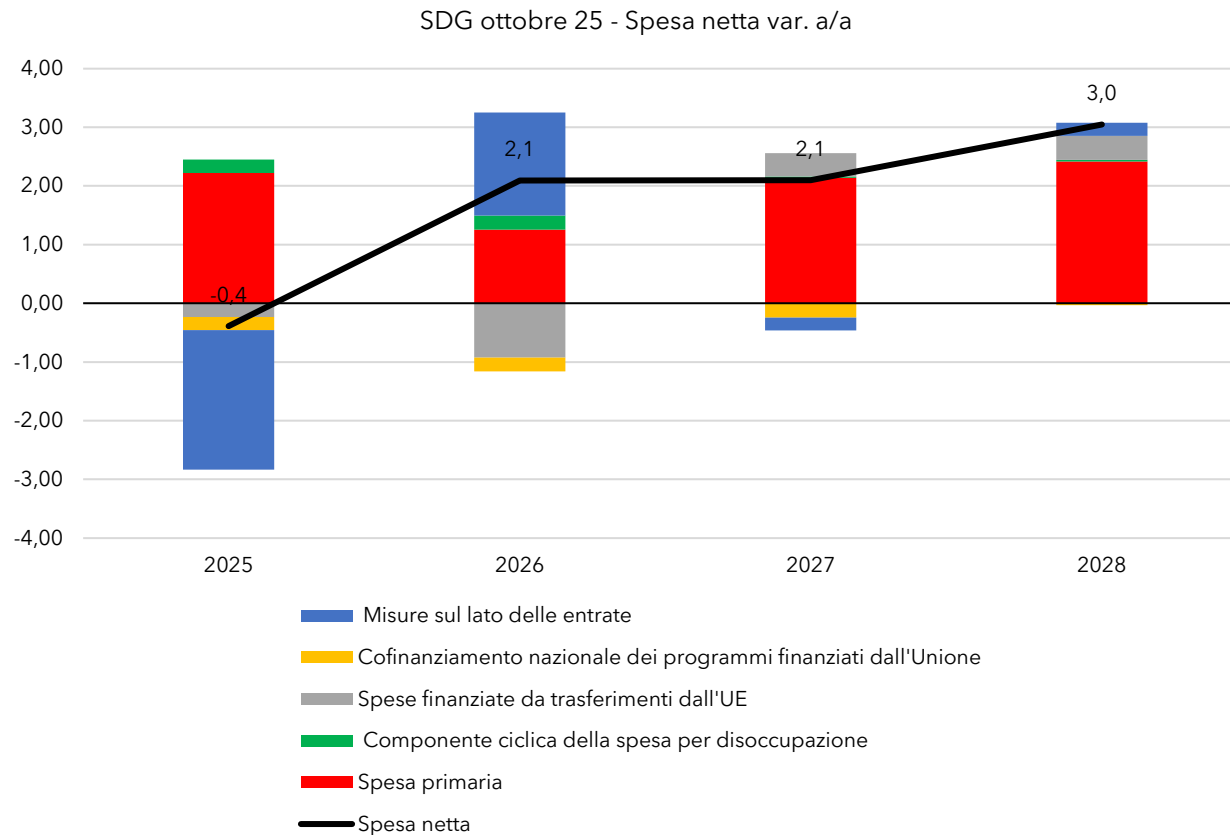
Italia: abbiamo rivisto leggermente al ribasso la crescita in linea con l'evoluzione del consenso; gli investimenti sorprendono al rialzo e dovrebbero continuare ad apportare contributi positivi specialmente nel 2026 anno in cui ci sarà una forte accelerazione nell'implementazione del PNRR

Italia	SDG ottobre 25				SDG luglio 25				delta		
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
PIL reale*	0.5	0.5	0.8	1.0	0.5	0.7	0.8	1.3	-0.2p.p	+0.0p.p	-0.2p.p
Inflazione*	1.0	1.8	1.8	1.9	1.1	1.8	1.9	2.0	-0.0p.p	-0.1p.p	-0.1p.p
Disoccupazione**	6.6	6.1	5.9	5.9	6.6	6.0	5.6	5.6	+0.2p.p	+0.3p.p	+0.3p.p
Debito/PIL**	134.2	136.8	137.4	137.3	134.2	135.8	135.6	134.2	+0.9p.p	+2p.p	+3.1p.p
Saldo fiscale/PIL**	-3.4	-3.0	-2.9	-2.8	-3.5	-3.3	-2.9	-2.9	+0.2p.p	+0.0p.p	+0.1p.p
Saldo primario/PIL**	0.5	0.9	1.1	1.3	0.4	0.7	1.1	1.2	+0.2p.p	-0.0p.p	+0.2p.p

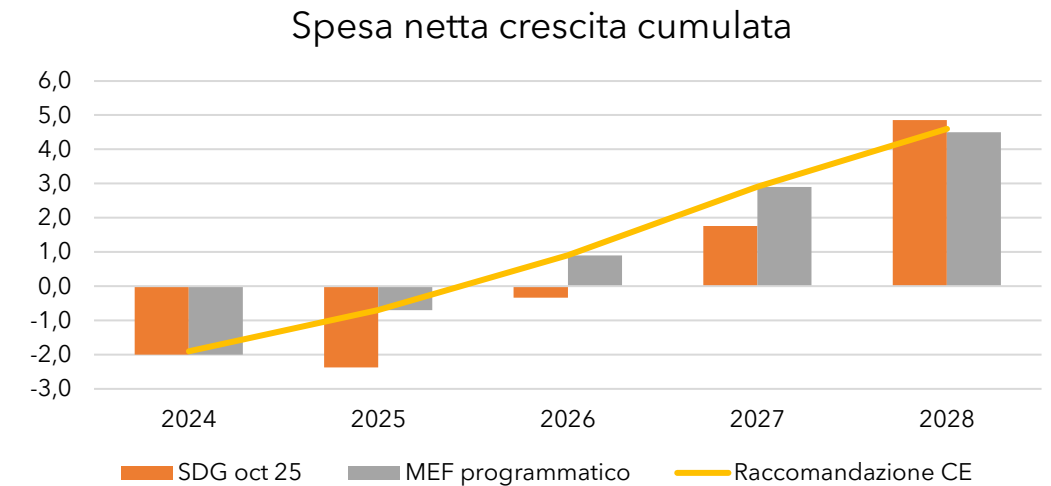
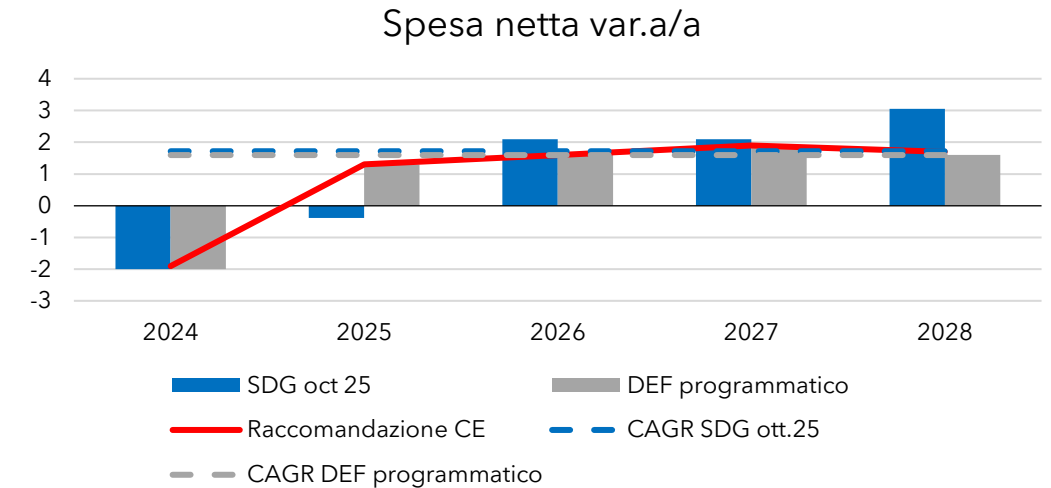
Moody's Analytics; elaborazioni BPF SGR;* variazioni tendenziali; **medie annue



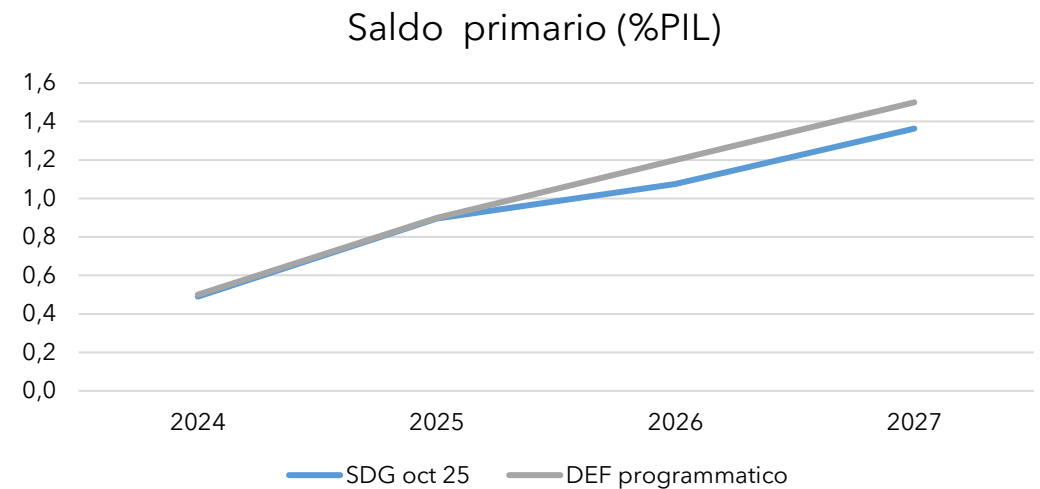
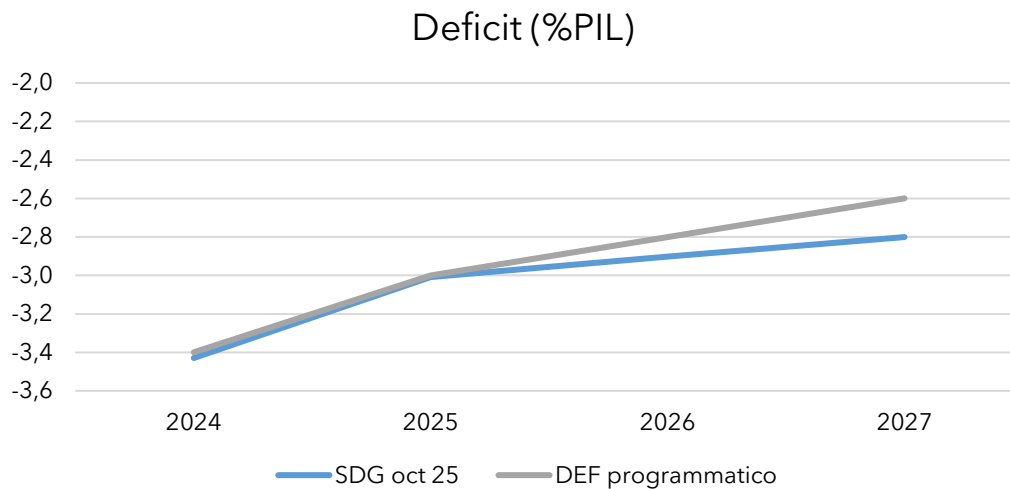
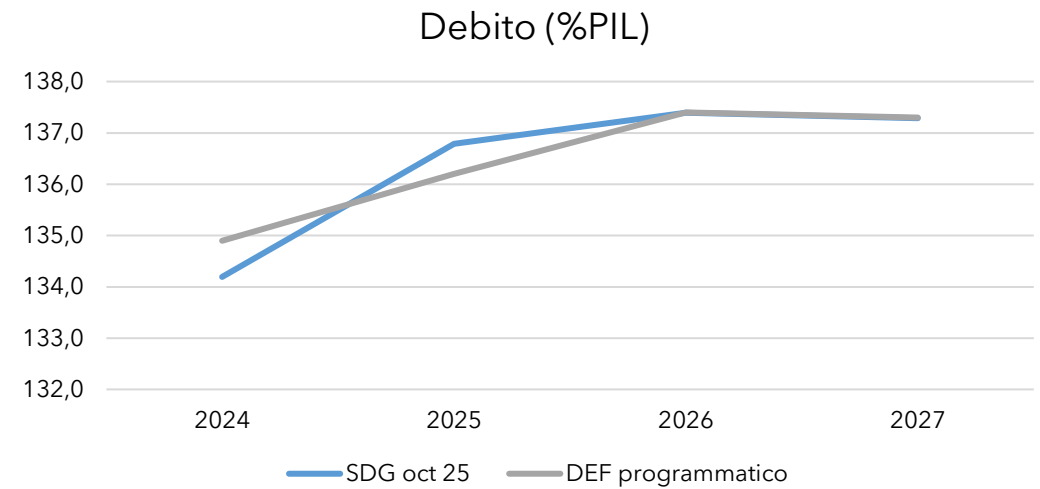
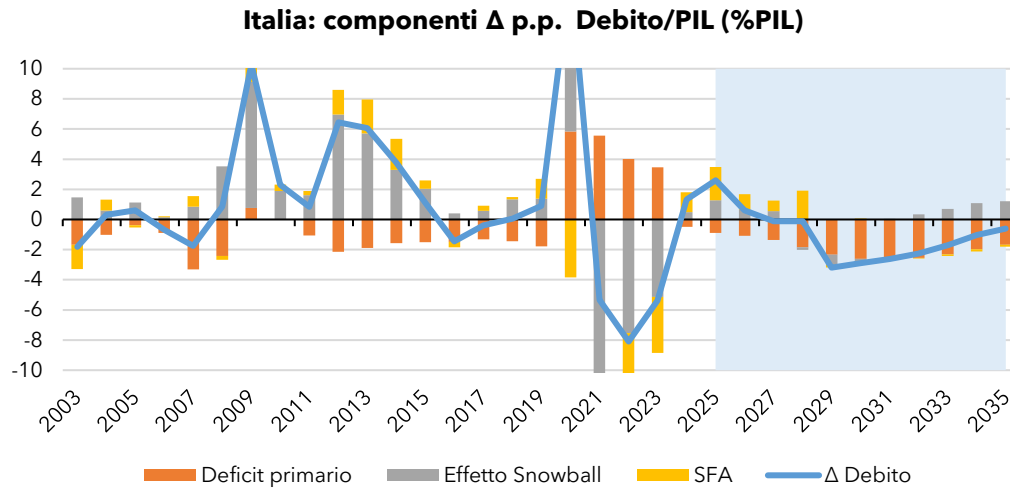
Italia: la spesa netta è il nuovo parametro di riferimento della Commissione; le prospettive per l'Italia appaiono in linea con la raccomandazione della commissione (spesa netta media pari a 1.5% nel 2024-2031)



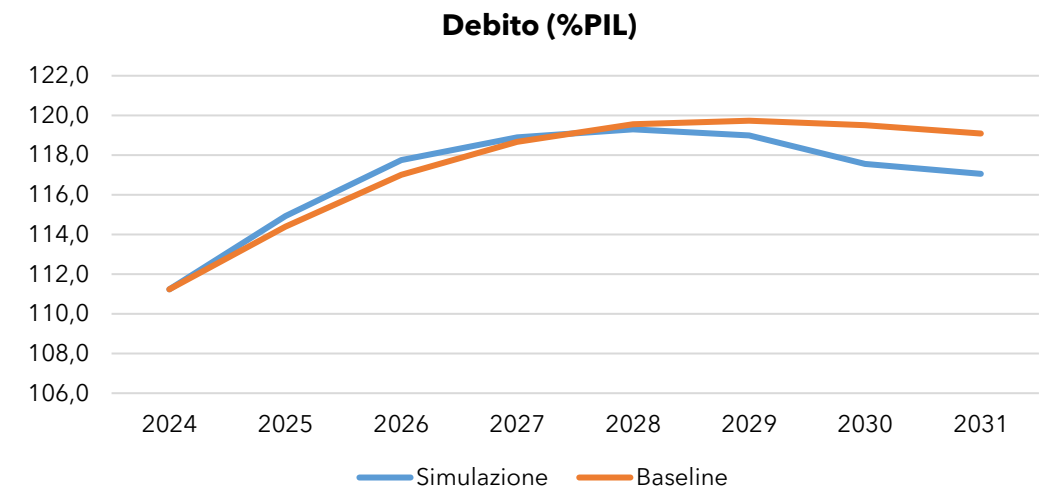
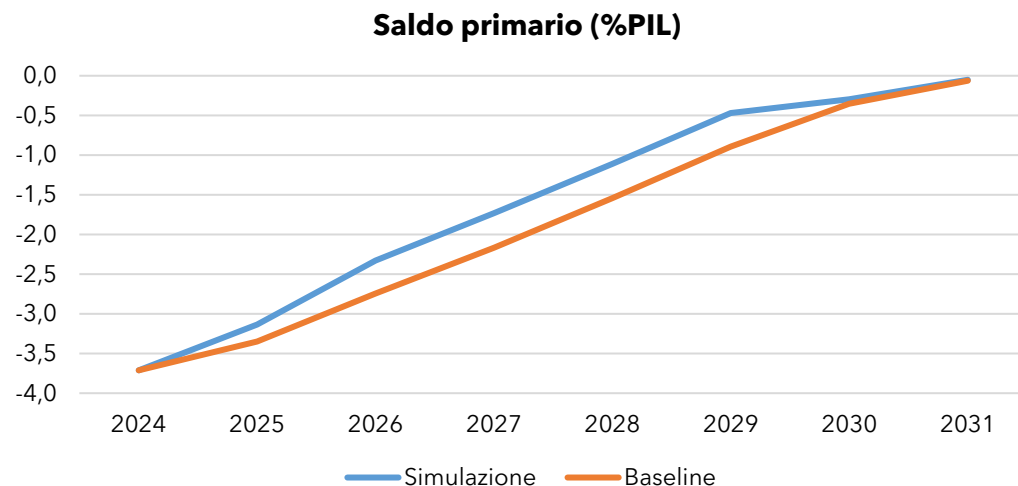
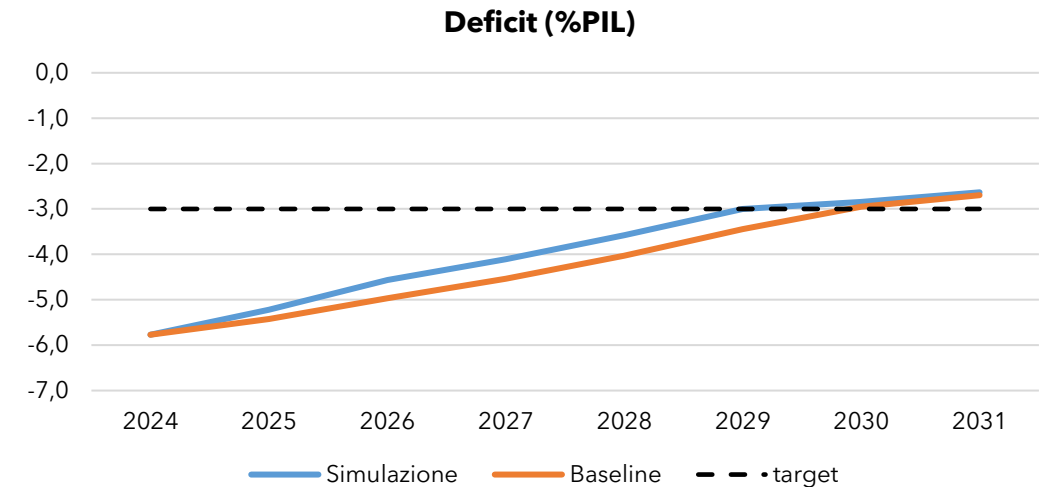
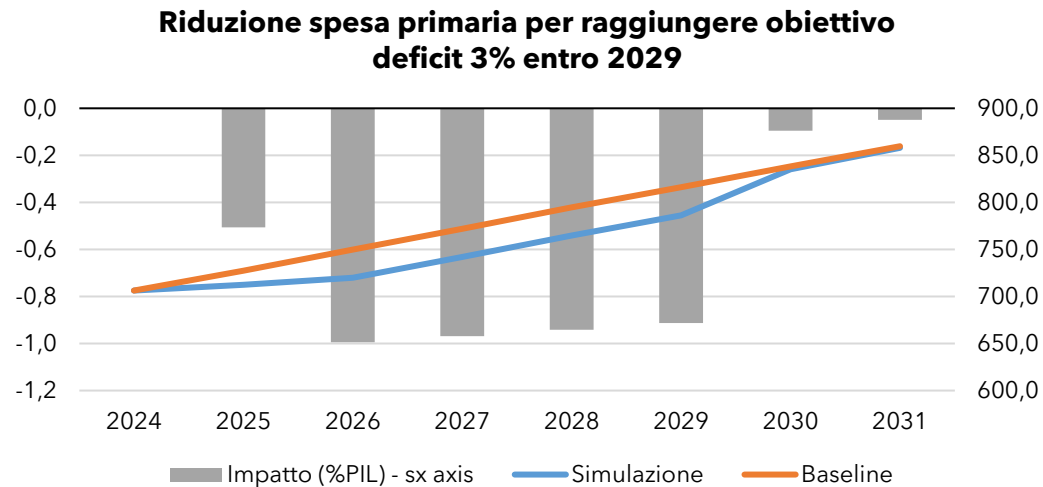
Abbiamo calcolato la spesa netta a partire dalla spesa primaria di SDG aggiungendo tutte le componenti esogene prese dal MEF



Italia: la stabilità politica sta contribuendo ad un miglioramento oltre alle attese dei parametri di stabilità fiscale: 3% già centrato quest'anno, mentre il debito tornerà a flettere leggermente solo dopo il 2027



Francia: per raggiungere il target di deficit del 3% entro il 2029 in linea con le raccomandazioni della Commissione, sarebbe necessaria una riduzione della spesa primaria dell'1% del PIL rispetto alla baseline ogni anno





ITALIA

L'Italia dimostra una capacità di resistenza alle difficoltà migliore delle attese e prosegue su un sentiero di espansione contenuto



- Per il 2025 prevediamo un aumento degli investimenti del 2.8%, trainato quasi interamente da quelli finanziati dal PNRR, mentre gli investimenti privi di tale supporto continuano a risentire della elevata incertezza indotta nel comparto industriale dall'impatto dei dazi USA, che potrebbe diventare più tangibile dai dati dei prossimi mesi.
- Nel 2026 la crescita dell'economia italiana è attesa allo 0.8% con un contributo più elevato degli investimenti non coperti direttamente dai fondi europei, grazie al progressivo diradarsi dell'incertezza sulle misure protezionistiche e, soprattutto, alle attese di miglioramento del ciclo tedesco per i primi effetti del piano di investimenti varato dal governo. Inoltre, la dinamica degli investimenti inizierà a riflettere la maggiore spesa per la difesa in risposta all'acuirsi del conflitto tra Russia e Ucraina.
- I consumi sembrano aver perso l'abbrivio evidenziato dopo gli shock dovuti alla pandemia e al fenomeno inflazionistico: nel triennio di previsione la dinamica annuale in termini reali oscilla tra +0.6% e +0.8%. Tuttavia, oltre alla forte incertezza dovuta al clima globale, in Italia è possibile individuare motivazioni specifiche per questa continua debolezza dei consumi. Successivamente all'introduzione dei due bonus edilizi, Superbonus e Bonus Facciate, gli investimenti fissi lordi delle famiglie (spesa per acquisto di abitazioni e per la loro manutenzione straordinaria) sono cresciuti molto anche dopo il venir meno degli incentivi fiscali, quasi ad indicare che le famiglie stiano risparmiando anche per investire nell'immobiliare, limitando, di conseguenza, la loro capacità di spesa.
- Nonostante l'inflazione rimanga sotto controllo lungo tutto l'arco previsivo e permanga un contributo positivo dell'occupazione, nel triennio 2025-2027 il potere d'acquisto e i consumi cresceranno su ritmi piuttosto bassi, riflesso di una propensione al consumo stabilmente inferiore ai livelli pre-Covid.
- Il disavanzo è coerente con gli obiettivi di medio termine. Le ipotesi sulle nuove misure rallentano in parte il rientro del disavanzo rispetto agli andamenti tendenziali, mantenendo però il saldo in linea con il ritorno sotto al 3% del PIL nel 2026 e una ulteriore riduzione fino al 2.8% del PIL nel 2027. Debito ancora sopra al pre-crisi nel 2028. Fino al 2027 pesa l'impatto del Superbonus, ma anche negli anni successivi le spinte al ridimensionamento del debito/PIL resteranno contenute, con il differenziale tra costo del debito e crescita che continua a incidere negativamente.

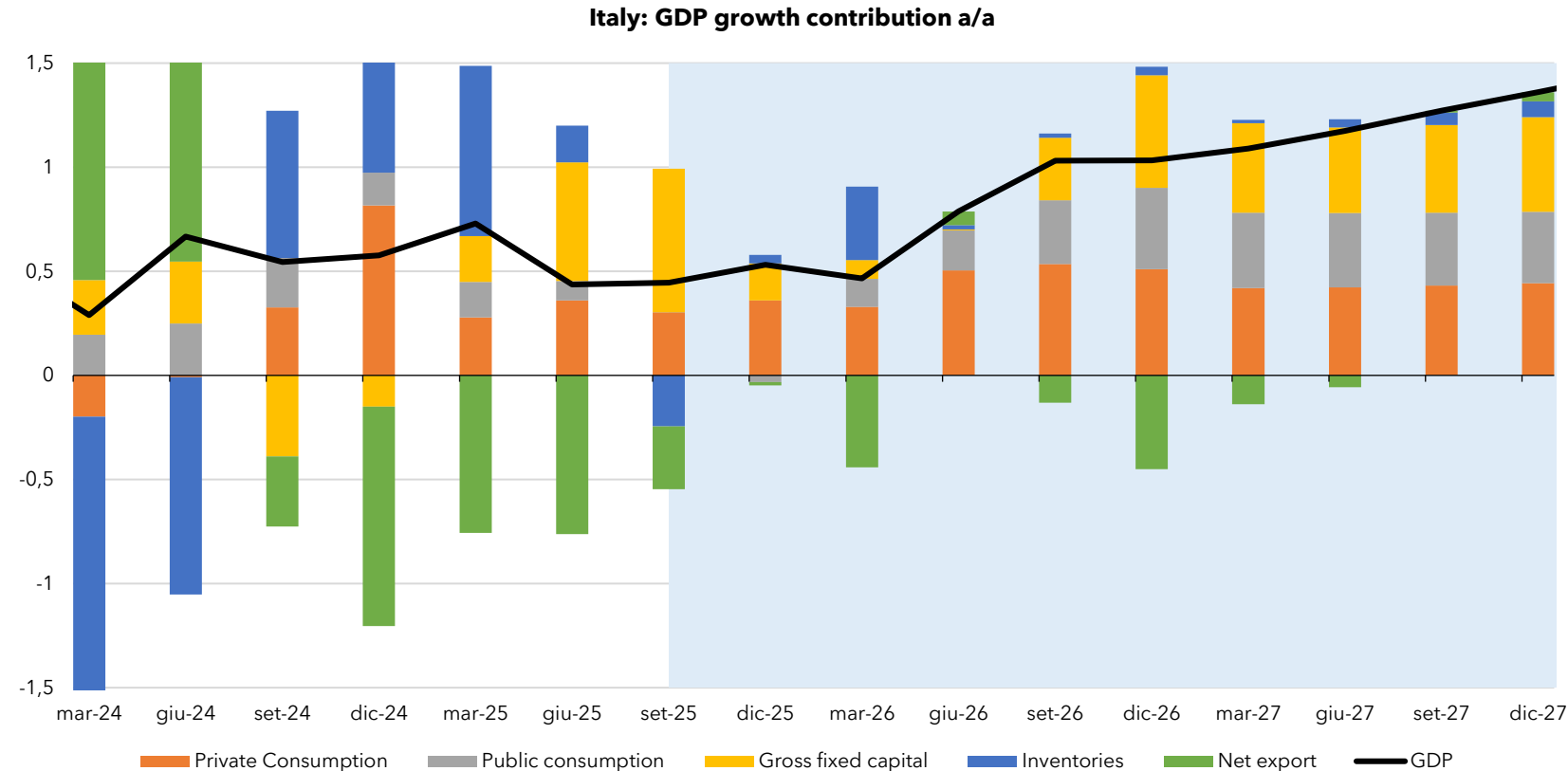
Italia: abbiamo rivisto leggermente al ribasso la crescita in linea con l'evoluzione del consenso; gli investimenti sorprendono al rialzo e dovrebbero continuare ad apportare contributi positivi specialmente nel 2026, anno in cui ci sarà una forte accelerazione nell'implementazione del PNRR

Italia	SDG ottobre 25				SDG luglio 25				delta		
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
PIL reale*	0.5	0.5	0.8	1.0	0.5	0.7	0.8	1.3	-0.2p.p	+0.0p.p	-0.2p.p
Inflazione*	1.0	1.8	1.8	1.9	1.1	1.8	1.9	2.0	-0.0p.p	-0.1p.p	-0.1p.p
Disoccupazione**	6.6	6.1	5.9	5.9	6.6	6.0	5.6	5.6	+0.2p.p	+0.3p.p	+0.3p.p
Debito/PIL**	134.2	136.8	137.4	137.3	134.2	135.8	135.6	134.2	+0.9p.p	+2p.p	+3.1p.p
Saldo fiscale/PIL**	-3.4	-3.0	-2.9	-2.8	-3.5	-3.3	-2.9	-2.9	+0.2p.p	+0.0p.p	+0.1p.p
Saldo primario/PIL**	0.5	0.9	1.1	1.3	0.4	0.7	1.1	1.2	+0.2p.p	-0.0p.p	+0.2p.p

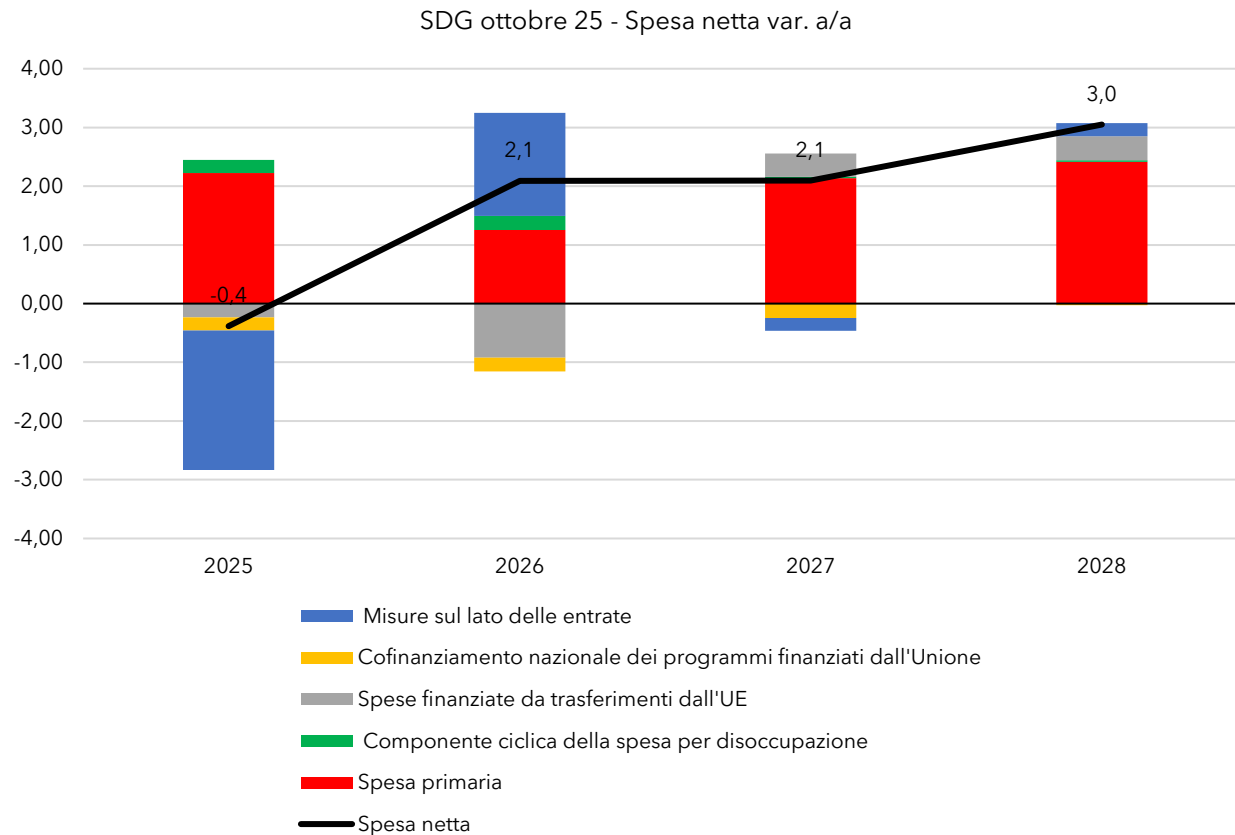
Moody's Analytics; elaborazioni BPF SGR; * variazioni tendenziali; ** medie annue

Italia: andamento debole della crescita nella seconda parte del 2025. Negli anni successivi cauta accelerazione.

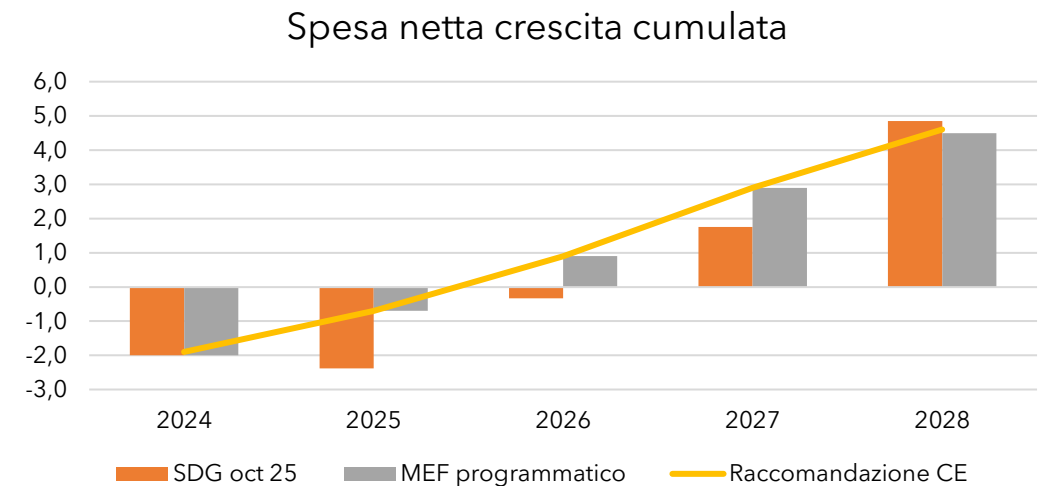
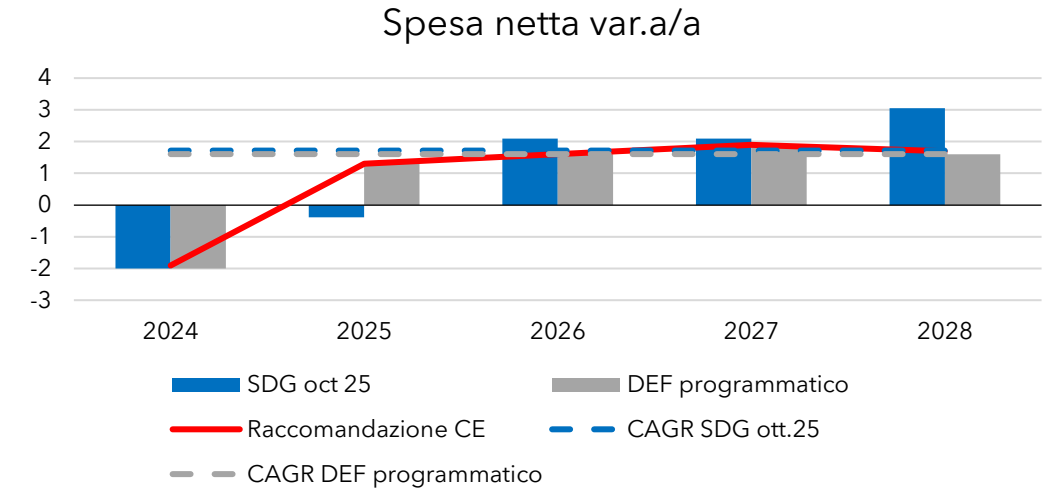
L'elevata incertezza derivante dalle tensioni commerciali e geopolitiche induce i consumatori a mantenere comportamenti di spesa prudenti, mentre gli investimenti si espandono favoriti dalla discesa del costo dei finanziamenti e dalle misure del PNRR. L'intercambio con l'estero darà un apporto marginalmente negativo anche nel 2026.



Italia: la spesa netta è il nuovo parametro di riferimento della Commissione; le prospettive per l'Italia appaiono in linea con la raccomandazione della commissione (spesa netta media pari a 1.5% nel 2024-2031)

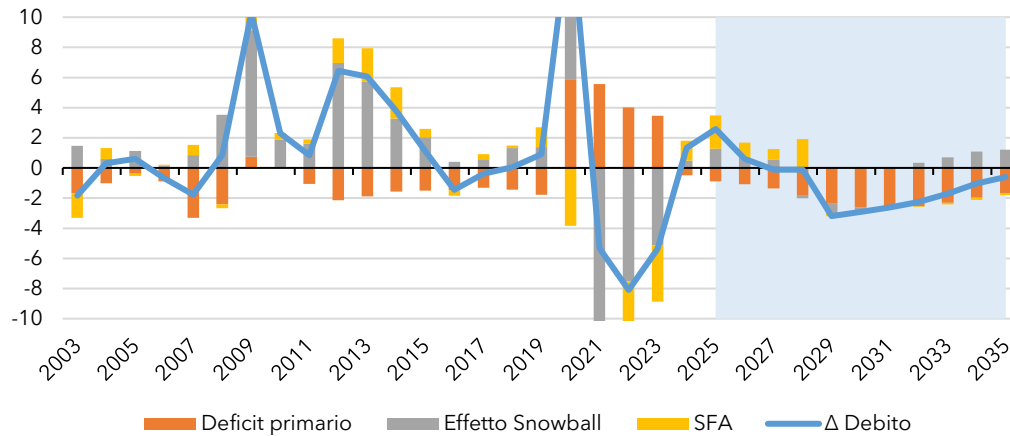


Abbiamo calcolato la spesa netta a partire dalla spesa primaria di SDG aggiungendo tutte le componenti esogene prese dal MEF.

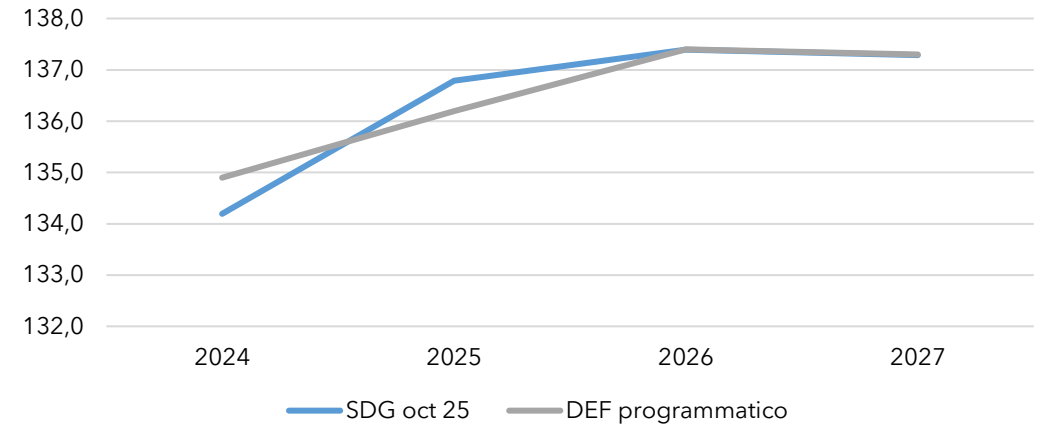


Italia: la stabilità politica sta contribuendo ad un miglioramento oltre alle attese dei parametri di stabilità fiscale: 3% già centrato quest'anno, mentre il debito tornerà a flettere leggermente solo dopo il 2027.

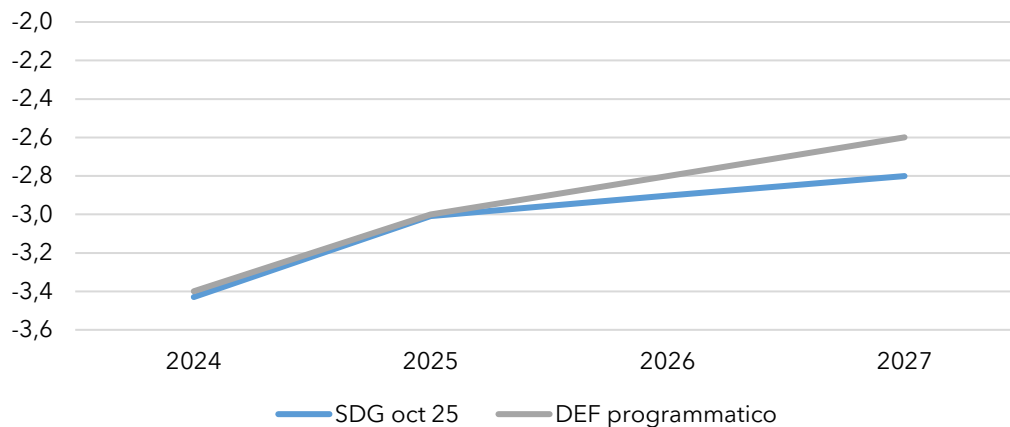
Italia: componenti Δ p.p. Debito/PIL (%PIL)



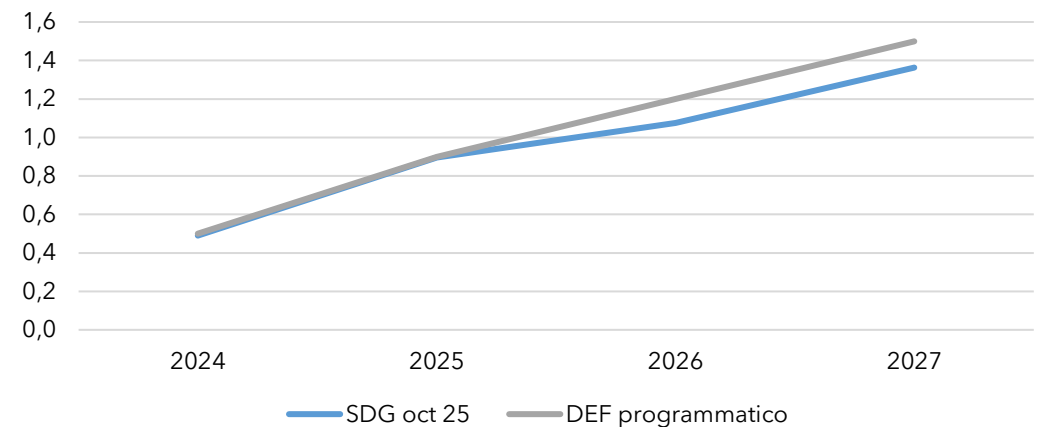
Debito (%PIL)



Deficit (%PIL)



Saldo primario (%PIL)





CINA

La Cina è la macro area che appare più attiva nel rispondere alle politiche tariffarie USA.

E' la macro area che ha diversificato in minor tempo anche attraverso strategie di riduzione dei prezzi e dei margini di profitto; a fianco di ciò si segnala una contrazione del volume dell'export % PIL legata al processo di riorientamento dei consumi verso la domanda interna.

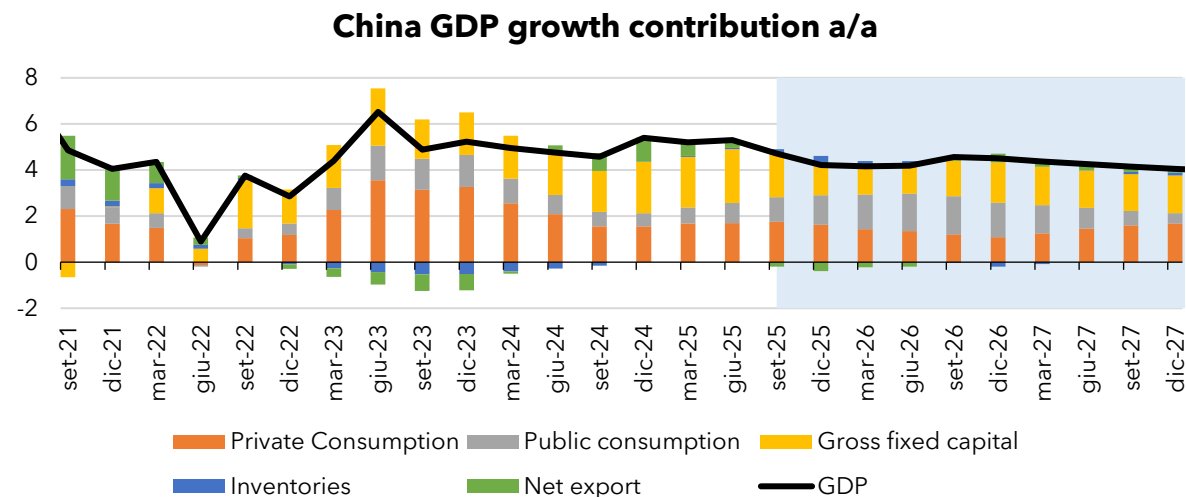
Cina	SDG ottobre 25				SDG luglio 25				delta		
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
PIL reale*	4.9	4.8	4.4	4.2	4.9	4.5	4.0	3.9	+0.3p.p	+0.3p.p	+0.3p.p
Inflazione*	0.2	0.1	1.1	1.1	0.2	0.0	1.4	1.3	+0.0p.p	-0.3p.p	-0.1p.p
Disoccupazione**	5.1	5.2	5.4	5.3	5.1	5.4	5.6	5.5	-0.2p.p	-0.2p.p	-0.2p.p
Debito/PIL**	90.8	97.5	102.8	106.3	90.8	97.7	103.5	107.2	-0.2p.p	-0.7p.p	-0.9p.p
Saldo fiscale/PIL**	-3.4	-6.0	-6.6	-5.9	-4.7	-6.7	-7.1	-6.4	+0.7p.p	+0.6p.p	+0.5p.p
Cambio \$/yuan**	7.2	7.3	7.2	7.0	7.2	7.4	7.3	7.1	-0.12	-0.06	-0.04

Moody's Analytics; elaborazioni BPF SGR;* variazioni tendenziali; **medie annue

Cina: nonostante lo stimolo fiscale, la crescita del PIL vicina all'obiettivo del 2025 è attribuibile alla combinazione di un surplus commerciale in espansione e deflazione piuttosto che a consumi ed investimenti interni. Tuttavia l'aumento del surplus commerciale della Cina potrebbe aver raggiunto il picco

Negli ultimi trimestri, la capacità della Cina di mantenere la crescita vicina al suo obiettivo politico si è basata sostanzialmente su un surplus commerciale in espansione con **le esportazioni nette hanno contribuito per circa 1,8% alla crescita del PIL reale**. Al contrario, nonostante lo stimolo fiscale, la crescita della domanda interna è rimasta pressoché invariata.

Le esportazioni si sono sostanzialmente stabilizzate da aprile, mentre le importazioni stanno riprendendo a salire. Se le esportazioni e le importazioni manterranno gli attuali trend, la variazione annua del surplus commerciale nel settore dei beni potrebbe essere prossima allo zero nel quarto trimestre del 2025.



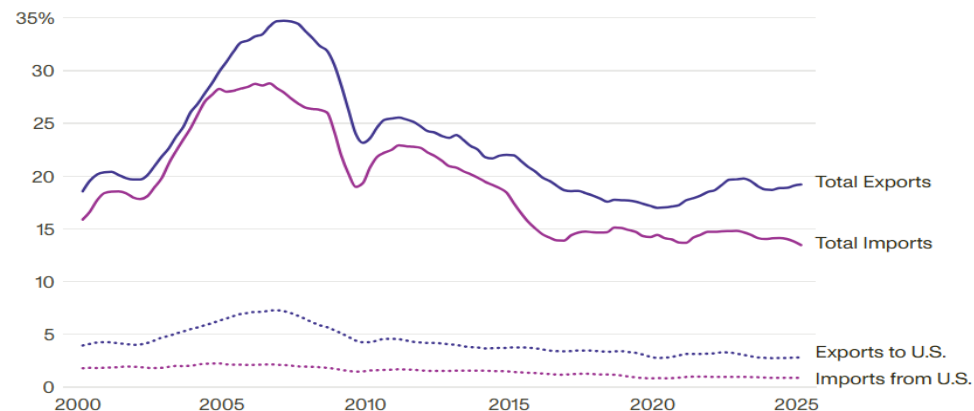
Rispetto a solo cinque anni fa, la Cina punta oggi ad una competizione economica «alla pari» con gli USA, avendo una significativa influenza commerciale in settori chiave che gli hanno permesso di ridurre dipendenza dalla tecnologia USA; il risultato è che la guerra commerciale condiziona decisamente meno l'evoluzione del PIL cinese rispetto, ad esempio, alla crisi del mercato immobiliare

Il surplus commerciale della Cina totale ad eccezione degli Stati Uniti è in aumento al **3,8% del PIL**, mentre il surplus commerciale con gli USA si sta riducendo (1,9%). Nel 2021, erano rispettivamente dell'1,6% e del 2,2% del PIL.

La Cina detiene una **significativa influenza commerciale sugli USA**. Circa il 40% delle esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti rientra in categorie in cui la Cina fornisce più della metà delle importazioni totali americane; tra questi rientrano prodotti essenziali come smartphone, laptop e batterie agli ioni di litio. Al contrario, **gli Stati Uniti hanno una minore influenza diretta sulle esportazioni rispetto alla Cina**, detenendo un simile potere di mercato solo per il 12% delle sue esportazioni verso la Cina, con il gas propano liquefatto che rappresenta il bene principale.

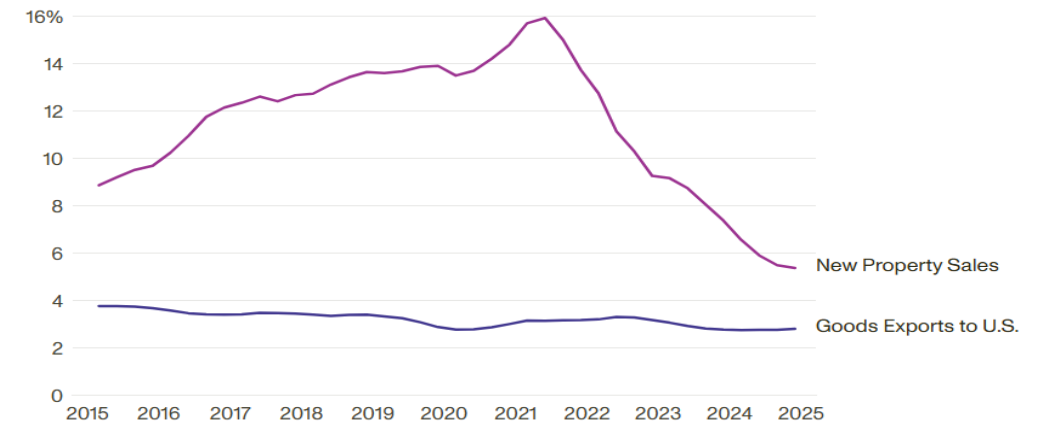
L'incremento del surplus commerciale non è attribuibile agli USA

Share of China's GDP (Rolling Four-Quarter Sums)



CINA: La perdita dell'export vs USA pesa molto meno del crollo del mercato immobiliare interno

Share of China's GDP (Rolling Four-Quarter Sums)



Rispetto alle criticità commerciali USA Cina del primo Trump, 2018, oggi l'Eurozona sarà costretta a subire maggiormente gli impatti diretti e indiretti del riorientamento delle esportazioni cinesi, in quanto oggi la concorrenza dei beni cinesi non è più limitata ai prodotti a basso costo, ma si estende a settori ad alto valore aggiunto.

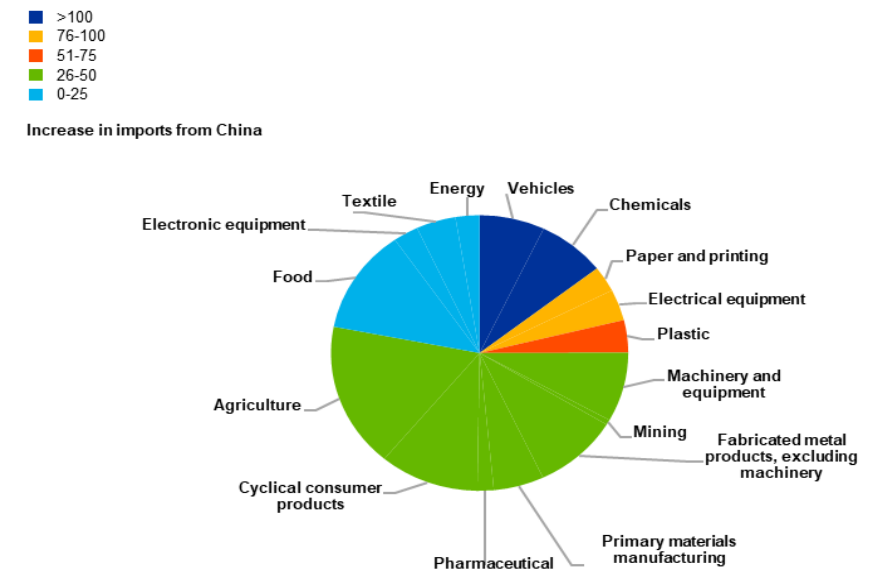
L'Eurozona potrebbe subire il maggiore impatto dal riorientamento dell'export cinese, in quanto:

- la composizione delle esportazioni cinesi verso gli USA e l'UE è simile, rendendo l'Area Euro un'alternativa naturale.
- i consolidati **legami nella catena di approvvigionamento transnazionali** ed i continui ammodernamenti industriali facilitano il riorientamento dei flussi commerciali.
- le imprese cinesi hanno gettato le basi per facilitare un ingresso più rapido nel mercato UE, triplicando la loro presenza grazie agli **investimenti nelle reti di vendita e distribuzione europee** dal 2017.
- il **deprezzamento del renminbi** cinese rende i beni cinesi più economici e più attraenti per gli importatori europei.
- sebbene i margini di profitto degli esportatori cinesi si siano ridotti dall'inizio del primo conflitto commerciale nel 2018, molte aziende hanno ancora disponibilità per assorbire ulteriore riduzione dei prezzi.
- le autorità cinesi hanno promesso un **sostegno mirato agli esportatori** interessati a reindirizzare le vendite verso i mercati nazionali o terzi, il che potrebbe consentire ulteriori tagli dei prezzi.

La concorrenza dei beni cinesi non è più limitata ai beni a basso costo, ma si estende a settori ad alto valore aggiunto.

Le importazioni dalla Cina sono aumentate significativamente nei settori automobilistico, chimico e delle apparecchiature elettriche, a testimonianza dell'ampiezza della penetrazione delle importazioni cinesi in un'ampia gamma di settori a tecnologia avanzata. **La Cina rappresenta oltre un terzo della produzione manifatturiera mondiale ed in molti settori chiave oltre il 50% della capacità manifatturiera globale.**

Esposizione dell'occupazione EU alle variazioni delle importazioni cinesi (%)

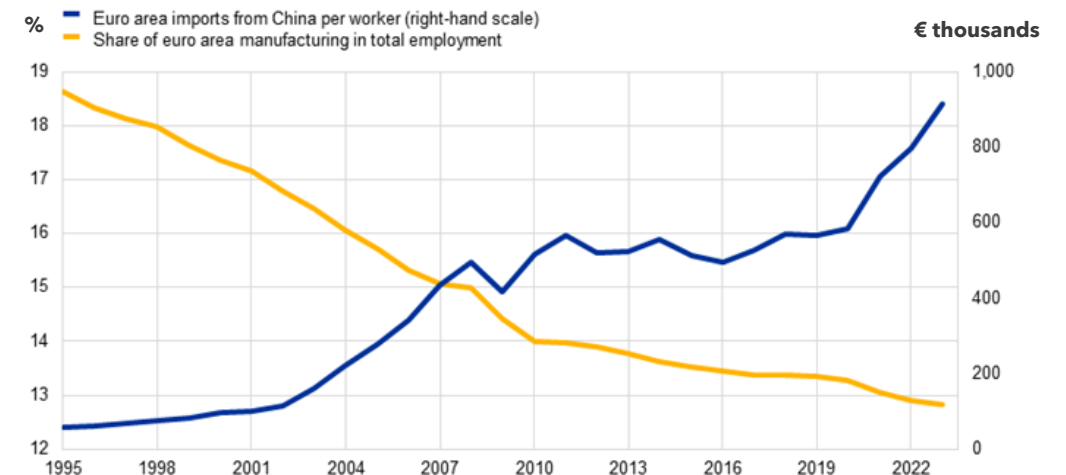


Fonte: Eurostat and Trade Data Monitor

L'aumento dei dazi USA sulla Cina può favorire solo temporaneamente l'export delle imprese UE verso gli USA; l'effetto netto tende a essere negativo nel medio-lungo termine, considerato il persistere di una elevata incertezza che riduce gli investimenti ed i flussi commerciali globali complessivi

Il riorientamento delle esportazioni cinesi potrebbe esercitare una **pressione al ribasso sull'inflazione** nell'Area Euro. L'entità dell'effetto dipenderà da diversi fattori, tra cui la forza della domanda interna, l'entità dello shock stesso e le potenziali contro-misure che potrebbero compensare l'impatto disinflazionistico.

L'aumento della concorrenza cinese ha implicazioni dirette per i mercati del lavoro dell'Area Euro. I settori particolarmente esposti alla concorrenza cinese impiegavano circa il 27% dell'occupazione totale nell'Eurozona nel 2024 con il settore manifatturiero che rappresenta una quota significativa. Sebbene i settori più esposti alla crescente penetrazione delle importazioni cinesi, come veicoli e prodotti chimici, non siano i maggiori datori di lavoro, sono fondamentali per l'economia dell'Area Euro. Ad esempio, il settore automobilistico rappresenta solo l'1% dell'occupazione totale dell'Area Euro, ma contribuisce a quasi il 10% del valore aggiunto reale del settore manifatturiero e a poco meno del 2% del PIL.



Fonte: Eurostat and Trade Data Monitor



GIAPPONE

Scenario macro economico prospettico centrale: le previsioni macro economiche per l'economia del Giappone

Giappone	SDG ottobre 25				SDG luglio 25				delta		
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
PIL reale*	0.1	1.3	0.5	0.7	0.2	0.6	0.4	0.7	+0.7p.p	+0.1p.p	-0.0p.p
Inflazione*	2.7	3.1	1.6	1.4	2.7	3.1	1.3	1.1	+0.1p.p	+0.3p.p	+0.3p.p
Disoccupazione**	2.5	2.5	2.4	2.2	2.5	2.5	2.4	2.3	-0.0p.p	-0.0p.p	-0.2p.p
Debito/PIL**	237.4	232.3	231.1	230.5	237.0	234.3	234.7	234.9	-2.0p.p	-3.6p.p	-4.4p.p
Saldo fiscale/PIL**	-2.1	-4.0	-3.7	-2.9	-2.2	-3.9	-3.3	-2.7	-0.1p.p	-0.3p.p	-0.2p.p
Tasso BJ**	0.1	0.6	1.0	0.9	0.1	0.5	0.8	0.7	+0.1p.p	+0.2p.p	+0.2p.p
YEN/\$**	151.5	146.5	135.2	126.4	151.5	148.2	139.2	131.5	-1.65	-3.93	-5.16

Moody's Analytics; elaborazioni BPF SGR; * variazioni tendenziali; ** medie annue

Nel 2025 la crescita del PIL sarà sostenuta dall'anticipo degli ordini alla luce dei dazi USA, ma in moderazione nel 2026: la crescita economica risentirà di un peggioramento delle prospettive commerciali e di una domanda interna fragile.

Inflazione stabilmente al di sopra del target nel 2025: limita la crescita dei salari reali. Nel 2026 è prevista al di sotto del target del 2,0% per lo più a causa del calo dei prezzi alimentari e del rafforzamento dello Yen.

Politica monetaria: l'elevata incertezza richiede un approccio di normalizzazione di politica monetaria più graduale.



REGNO UNITO

Scenario macro economico prospettico centrale: le previsioni macro economiche per l'economia del Regno Unito

UK	SDG ottobre 25				SDG luglio 25				delta		
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
PIL reale*	1.1	1.3	1.1	1.5	1.1	1.2	1.0	1.6	+0.1p.p	+0.0p.p	-0.1p.p
Inflazione*	2.5	3.5	2.5	2.1	2.5	3.1	2.3	2.2	+0.4p.p	+0.3p.p	-0.1p.p
Disoccupazione**	4.3	4.6	4.7	4.7	4.3	4.5	4.5	4.5	+0.2p.p	+0.2p.p	+0.2p.p
Debito/PIL**	97.7	99.7	102.2	103.6	98.8	100.1	102.4	103.3	-0.5p.p	-0.2p.p	+0.3p.p
Saldo fiscale/PIL**	-5.9	-4.6	-3.9	-3.0	-5.8	-4.1	-4.3	-3.3	-0.5p.p	+0.4p.p	+0.3p.p
Tasso BOE**	5.1	4.3	3.5	2.8	5.1	4.2	3.2	2.6	+0.0p.p	+0.2p.p	+0.2p.p
Pound\$**	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	+0.01	+0.00	+0.02

Moody's Analytics; elaborazioni BPF SGR; * variazioni tendenziali; ** medie annue

Crescita del PIL in lieve aumento nel 2025: sostenuta nelle prima metà dell'anno da un miglioramento del contesto esterno, anche grazie all'accordo commerciale con gli USA, tuttavia, l'incertezza delle politiche commerciali USA sulla domanda globale e le pressioni fiscali peseranno sulla fiducia delle famiglie.

Inflazione rimane elevata: le pressioni sui prezzi persisteranno soprattutto nei servizi, tuttavia la debolezza della domanda dovrebbe determinare un rallentamento dell'inflazione nel 2026.

Politica monetaria: la BoE proseguirà con un approccio graduale nel percorso di riduzione dei tassi.

Politica fiscale restrittiva: volta a contenere il deficit pubblico.



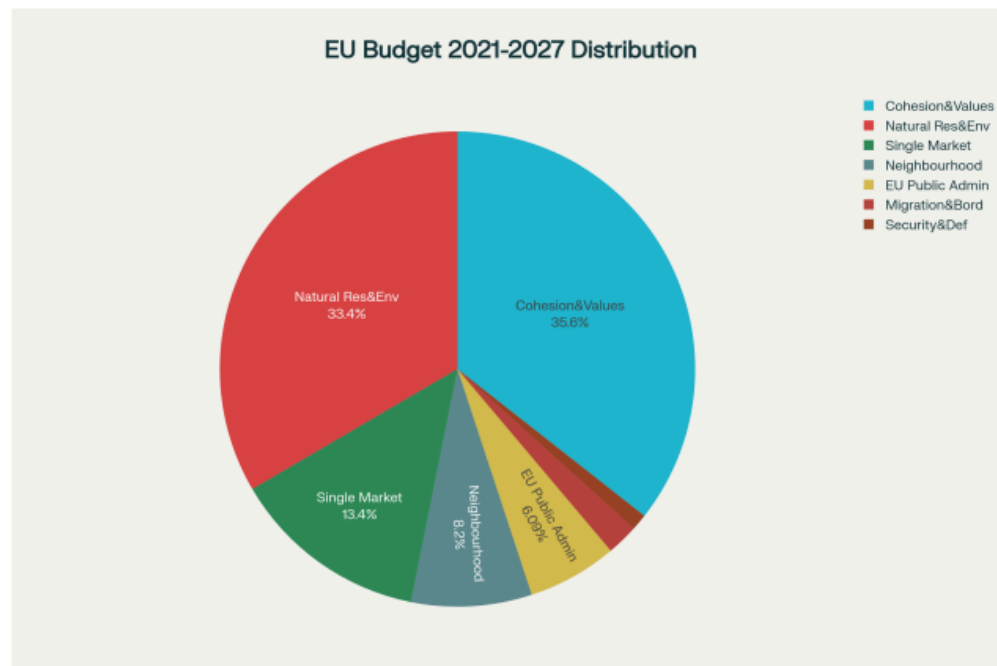
BILANCIO EU e PNRR

La Commissione Europea ha presentato la proposta per nuovo quadro finanziario pluriennale (QFP) 2028-2034, dando il via alle negoziazioni. Il nuovo budget ammonta a 2 trilioni di euro a prezzi correnti, pari all'1,26% del Pil rispetto all'1,1% previsto per il 2021-2027. Per contribuire al finanziamento del bilancio, la Commissione propone nuove tasse, tra cui un contributo dalle grandi imprese, una nuova plastic tax e una tassa sul tabacco, che dovrebbero garantire entrate per 58 mld€ all'anno, che contribuirebbero a mantenere invariati i contributi degli Stati membri.

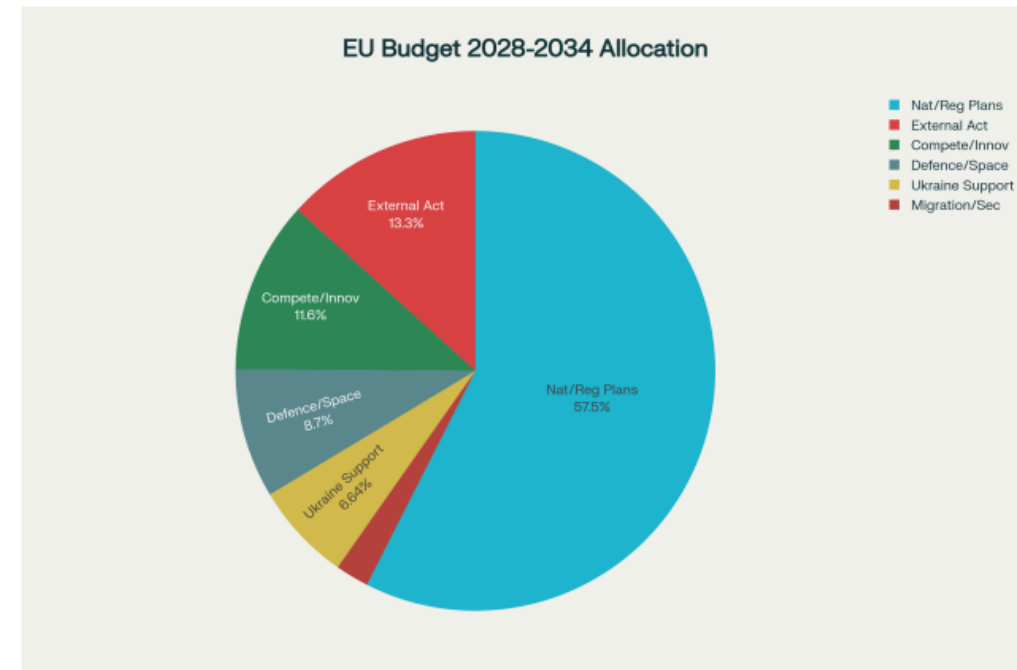
L'incremento è al netto dei 25 miliardi di euro dei rimborsi annuali del Next Generation EU che partiranno dal 2028. Le voci principali:

- 100 mld€ per la ricostruzione dell'Ucraina
- 130 mld€ per la difesa
- 400 mld€ per la creazione di un nuovo fondo permanente di crisi che fornisce prestiti agli Stati membri
- 150 mld€ in ulteriori prestiti UE, nell'ambito di un nuovo strumento denominato Catalyst Europe

La proposta mira a soddisfare alcune delle nuove priorità, in parte aumentando il budget, in parte redistribuendo i finanziamenti: risultano penalizzati i sussidi agricoli e quelli destinati ai fondi di coesione a favore di quelli destinati a ricerca e sviluppo, alle infrastrutture e alla difesa (in linea con il nuovo obiettivo di spesa della NATO).



Ripartizione delle allocazioni principali UE 2021-2027 (in miliardi di euro)



Ripartizione delle allocazioni principali UE 2028-2034 (in miliardi di euro)

Il Bilancio annuale UE 2026 (ultimo anno del ciclo di bilancio attuale 2021-2027) è in discussione al Parlamento Europeo: focus su competitività, innovazione, difesa e sostegno alla transizione verso un'Europa più autonoma. Il Parlamento propone un bilancio complessivo di 193,9 miliardi di euro, in vista dei negoziati con i governi dell'UE; I deputati aggiungono 597,8 milioni di euro alla proposta della Commissione. I negoziati con i governi dell'UE inizieranno a novembre.

Il voto in plenaria del 21 ottobre 2025 dà avvio a tre settimane di negoziati con il Consiglio per raggiungere un accordo sul bilancio del prossimo anno entro la fine dell'anno. Il primo round di negoziati dovrebbe svolgersi il 4 novembre.

Un incremento del budget - senza maggior debito comune dell'UE - significa maggiori oneri a carico dei Paesi contributori, che si traducono in un aumento della pressione sulle finanze pubbliche interne. La Germania, che è il maggior contributore netto al bilancio dell'UE in termini assoluti, ha già dichiarato "inaccettabile" la proposta della CE.

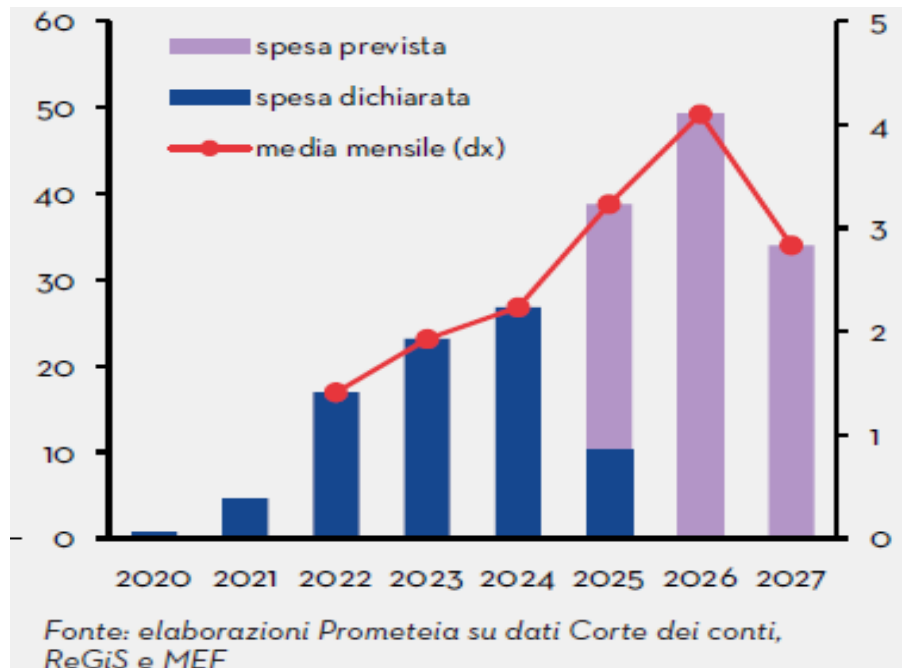
In effetti, la proposta della Commissione prevede due possibili vie verso un maggior indebitamento comune dell'UE (che in ogni caso verrebbe concesso agli Stati membri sotto forma di prestiti e non di sovvenzioni):

- La prima è una nuova misura da 150 mld€ (Catalyst Europe); questa sostituirebbe sostanzialmente i circa 175 mld€ di debito NGEU in scadenza. Questa soluzione significherebbe che lo stock disponibile di obbligazioni UE resterebbe invariato (a condizione, naturalmente, che i paesi siano disposti a sottoscrivere questi prestiti).

- La seconda via sarebbe lo strumento di crisi da 400 miliardi di euro da finanziare tramite debito, piuttosto che mediante contributi permanenti dei Paesi. Molto probabilmente questa soluzione richiederebbe un aumento dell'Own Resource Ceiling (l'importo massimo che la CE può chiedere ai Paesi membri, che per il periodo 2021-2027 era pari all'1,46 del PIL) che dovrebbe essere approvato da tutti gli Stati. Il processo si presenta molto lungo e, in assenza di una crisi concreta, i Paesi potrebbero essere riluttanti a sottoscrivere una proposta di questo genere.

PNRR - La spesa potrà continuare nel 2027 - Inviata richiesta ottava rata . Come riportato nel Documento di Finanza Pubblica (aprile) ca 17 miliardi di spese relative ad alcune misure con M&T raggiunte al 2026 slitteranno oltre il 2026, e ca 15 miliardi di spesa confluirebbero nei veicoli finanziari che hanno un vincolo al 2026 sull'individuazione dei beneficiari ma non sulla spesa.

Spesa PNRR annuale e media mensile (miliardi euro)



- Oltre 90 miliardi di euro di spesa saranno effettuati dopo il 2025
- Secondo stime Prometeia la spesa che potrebbe slittare oltre il 2027 ammonterebbe a circa 30 miliardi di euro

Scadenze, obiettivi e importi delle rate del PNRR

N° Rata	semestre	anno	N° Obiettivi			Importo (mld€)	
			Totale	M	T	al lordo del prefinanziamento	al netto del prefinanziamento
Prefinanziamento iniziale (13/08/21)						24,9	
Prima	II	2021	51	49	2	24,1	21,0
Seconda	I	2022	45	44	1	24,1	21,0
Terza	II	2022	54	39	15	21,3	18,5
Quarta	I	2023	28	21	7	18,9	16,5
Prefinanziamento RePowerEU (25/01/24)						0,5	
Quinta	II	2023	53	23	30	12,8	11,1
Sesta	I	2024	39	23	16	9,9	8,7
Settima	II	2024	64	32	32	21,0	18,3
Ottava	I	2025	40	12	28	14,7	12,8
Nona	II	2025	64	14	50	14,8	12,8
Decima	I	2026	177	19	158	32,7	28,4
Totale			615	274	341	194,4	194,4

Fonte: Allegato della decisione di esecuzione del Consiglio del 17 giugno 2025 - In **grassetto** le rate già ricevute (consideriamo come versata anche la 7° rata, per cui la Commissione europea ha espresso una valutazione preliminare positiva).

- Trasmessa alla Commissione europea la richiesta di pagamento dell'ottava rata del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), per un importo pari a 12,8 miliardi di euro.
- Con la richiesta di pagamento dell'ottava rata, l'Italia consolida il primato europeo nell'attuazione del PNRR, che nei prossimi mesi consentirà di superare quota 153 miliardi di euro, circa il 79% della dotazione finanziaria complessiva del Piano.



Bibliografia

Bibliografia (1/2)

- FY2025 -FY2026 Economic Outlook Banca d'Italia: Proiezioni macroeconomiche per l'economia italiana - 11 Ottobre 2025
- Banca d'Italia - Audizione preliminare all'esame del Documento programmatico di finanza pubblica 2025 - 8 ottobre 2025
- Commissione Europea - Council Recommendation - endorsing the national medium-term fiscal-structural plan of Italy - 21 Gennaio 2025
- CNEL - Rapporto annuale sulla produttività 2025 - settembre 2025
- Deutsche Bank: Italy: Unpacking the positive - 16 Ottobre 2025
- Deutsche Bank: Risk of fiscal dominance - 29 Luglio 2025
- ECB: China-US trade tensions could bring more Chinese exports and lower prices to Europe - July 30, 2025
- ECB: What does increasing competition from China mean for euro area employment? - May 2025
- ECB: The implications of US-China trade tensions for the euro area - lessons from the tariffs imposed by the first Trump Administration - March 2025
- Gavekal: What happens when the trade surplus falls - September 24, 2025
- Intesa San Paolo, Unicredit, Banco BPM, BPER, MPS, Mediobanca: Presentazioni sui propri risultati societari del 2Q25 / Guidance 2025 / 2026, OPS di Unicredit su Banco BPM, OPS di Mediobanca su Banca Generali, OPAS MPS su Mediobanca, OPAS di BPER su Banca Popolare di Sondrio e Slides su Piani industriali
- J.P. Morgan: European Transport & Logistics - Anchoring the Trends: September Chartbook - September 10, 2025
- Mizuho: FY2025 -FY2026 Economic Outlook - September 30, 2025

Bibliografia (2/2)

- S&P Global – Rating score snapshot , 15 Ottobre 2025
- UBS: Banco BPM post Unicredit withdrawal valuation holding up – 25 luglio 2025
- BOFA: Unicredit M&A is a job left unfinished – 24 luglio 2025
- JP Morgan: M&A fatigue initial thoughts on Unicredit withdrawal on BAMl – 24 luglio 2025
- KEPPLER: Unicredit 2Q25 results ahead, 2025 – 2027 Guidance Up, Banco BPM withdrawal – 22 luglio 2025
- Intermonte: Intesa San Paolo 2Q25, success in every scenario – 31 luglio 2025
- BOFA: Banco BPM 2Q25 Solid capital print but limited EPS revision – 5 agosto 2025
- JEFFERIES: BPER 2Q25 Solid beat – 6 agosto 2025
- Intesa San Paolo: Scenario Macroeconomico - Settembre 2025
- Prometeia: Rapporto di previsione – settembre 2025
- Documento di Finanza Pubblica ottobre 2025
- Rosa & Roubini Associates – America's Fiscal Dominance Problem – 14 ottobre 2025
- UBS: Solvency Monitor – Luglio 2025
- [Guida completa alla Cop30: date, location e temi sul tavolo della conferenza sul clima a Belém, in Brasile – Open](#)
- www.u2y.io

Report realizzato dalla Funzione Centro Studi di Gruppo di
BancoPosta Fondi SGR:

Cosimo Pacciani

Eletta Savarino

Paolo Andreozzi

Valerio Bacchetti

Gabriele Carboni

Tiziana Mazzanti

Costanza Graziani

Lorenzo Loreti

E con la collaborazione di:

Guido Mastrolilli de Angelis - Investment Strategy e Gestori Delegati