

Allianz Research | 4 Febbraio 2026

# Italia: un risultato economico paragonabile ad una medaglia d'oro?

Ludovic Subran  
Chief Investment Officer and Chief  
Economist  
[ludovic.subran@allianz.com](mailto:ludovic.subran@allianz.com)

Maddalena Martini  
Senior Economist Southern Europe  
and Benelux  
[maddalena.martini@allianz.com](mailto:maddalena.martini@allianz.com)

Pierpaolo Fiore  
Research Assistant  
[pierpaolo.fiore@allianz.com](mailto:pierpaolo.fiore@allianz.com)

## In sintesi

**Milano-Cortina 2026: un'Italia più robusta sul fronte economico.** Dalla pandemia, l'Italia ha registrato la crescita media del PIL pro capite più elevata tra le grandi economie europee, superando anche la Spagna. Anche il commercio ha dimostrato una certa resilienza nonostante l'elevata incertezza, offrendo un parziale cuscinetto ai rischi esterni: il surplus commerciale extra-UE si è ridotto di soli 1,5 miliardi di euro nel 2025 rispetto all'anno precedente, sostenuto da settori ad alto valore aggiunto come metalli, prodotti farmaceutici e macchinari. I rating sovrani migliorati e gli spread BTP-Bund ai minimi dal 2008 indicano una maggiore fiducia esterna nella credibilità delle politiche italiane e nella sostenibilità del debito nel medio termine, creando condizioni finanziarie favorevoli.

**Politica stabile, spread più bassi: l'effetto combinato con l'UE.** L'attuale governo si avvia a diventare il più longevo della storia recente, con un potenziale sostegno significativo in vista delle elezioni del 2027. Un contesto politico stabile favorisce una più tempestiva attuazione delle politiche e riduce il premio per il rischio politico che altrimenti potrebbe frenare gli effetti positivi del NGEU. Dal 2021 stimiamo che il NGEU abbia contribuito ogni anno in media per 0,25 punti percentuali alla crescita del PIL, rafforzando anche i conti pubblici: ciò si è tradotto in un'ulteriore riduzione degli spread di circa 50 punti base. Tuttavia, i venti favorevoli di bilancio stanno svanendo: i contributi a fondo perduto che attualmente sostengono il deficit contabilizzando come entrate fiscali scadranno nel 2026, mentre i pagamenti per interessi rimarranno elevati intorno al 3,7% del PIL.

**Progressi recenti, ma le debolezze strutturali restano.** Le attuali condizioni macro-finanziarie più robuste offrono comunque un contesto più favorevole per affrontare i vincoli di lungo corso. La produttività e il tasso di attività sono cresciuti pochissimo dagli anni 2000 e restano inferiori rispetto ad altri Paesi europei; le pressioni demografiche porteranno la popolazione in età lavorativa a diminuire del 16% entro il 2050 (contro il -9% dell'Eurozona). La digitalizzazione limitata e una struttura imprenditoriale frammentata penalizzano ulteriormente l'efficienza. Queste debolezze frenano il potenziale di crescita, rendendo necessaria una rinnovata spinta sulle riforme strutturali, sugli investimenti in riqualificazione della forza lavoro, sulla trasformazione digitale e su una strategia di lungo termine orientata a incrementi duraturi della produttività e della partecipazione al mercato del lavoro.

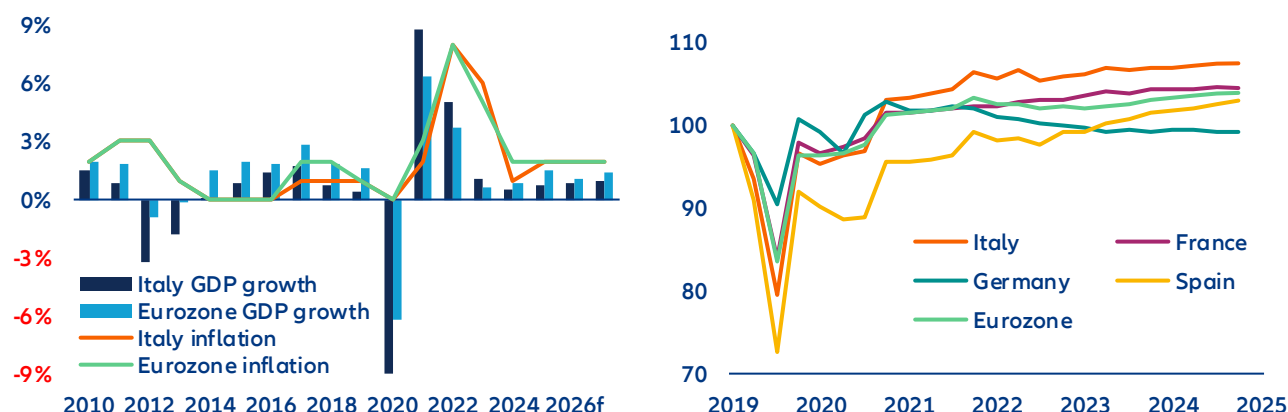
**NGEU: investimenti che accelerano la modernizzazione e rafforzano la resilienza energetica italiana.** Questi progetti agiscono da catalizzatori per aggiornamenti attesi da lungo tempo nelle infrastrutture di mobilità, digitalizzazione e sistemi energetici. Con un'Italia che importa ancora circa il 74% del proprio fabbisogno energetico, l'espansione delle rinnovabili, il rafforzamento della rete e la diversificazione dei fornitori rendono questi investimenti cruciali per una crescita più resiliente e sostenibile, supportata in misura crescente da partenariati pubblico-privati.

## Stabilizzazione della crescita tra lenti progressi sulle sfide strutturali

Con il PIL già del 7,0% superiore ai livelli pre-pandemici, l'Italia sta recuperando slancio economico, sostenuta dalla domanda interna. I consumi dovrebbero mantenersi solidi, sostenuti dal recupero del potere d'acquisto delle famiglie, mentre gli investimenti torneranno gradualmente a crescere con il diminuire dell'incertezza e l'avanzamento dei progetti finanziati dal NGEU. La crescita del PIL è attesa allo +0,8% nel 2026 e all'+1,0% nel 2027, dopo un'espansione stimata allo +0,7% nel 2025.

Il calo dei prezzi, guidato principalmente dagli effetti base dell'energia, ha riportato l'inflazione italiana sotto il target del 2% della BCE, con una media dell'1,5% nel 2025. È atteso un temporaneo rialzo dovuto alla volatilità dei prezzi energetici, ma l'inflazione dovrebbe progressivamente convergere verso il target nel 2027, offrendo un certo sollievo a famiglie e imprese.

Figura 1: Crescita annuale del PIL e inflazione (%), e PIL pro capite (2019 = 100)

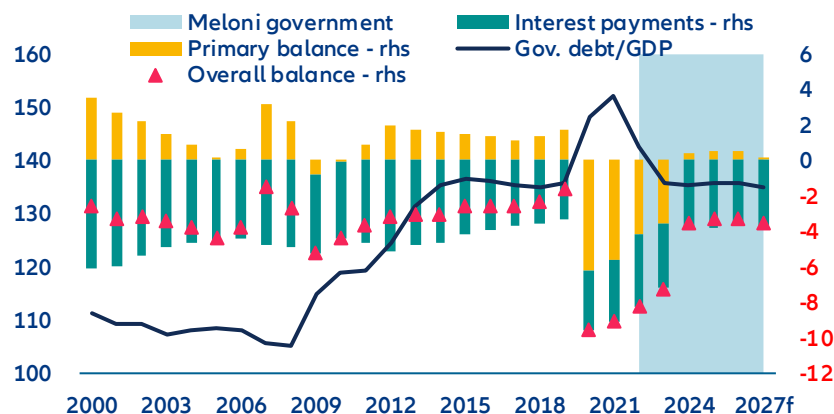


Fonti: Eurostat, LSEG Datastream, Allianz Research

I livelli di occupazione hanno raggiunto un massimo storico nel 2025, sebbene la creazione di posti di lavoro stia rallentando. La disoccupazione dovrebbe rimanere stabile intorno al 6,0% nel 2026-2027, mentre la crescita salariale dovrebbe scendere sotto il 3%, in linea con la dinamica inflazionistica più contenuta. Le sfide strutturali – bassa partecipazione femminile, produttività stagnante e pressioni demografiche – continuano a pesare sul potenziale di lungo periodo.

Le entrate più forti hanno contribuito a ridurre il deficit verso il target del 3%. L'Italia ha assorbito quasi l'80% delle risorse NGEU, ma ha speso effettivamente poco più del 50%, lasciando significativi fondi da utilizzare (circa il 5% del PIL). Queste risorse sosterranno la crescita oltre il 2026, ma permangono rischi fiscali, specialmente con la fine dei contributi a fondo perduto e l'aumento delle pressioni di spesa. Prevediamo che il deficit tornerà sotto il 3% solo nel 2028, con il debito pubblico stabilizzato intorno al 135% del PIL.

Figura 2: Saldo e debito pubblico, % del PIL



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research. La banda azzurro chiaro si riferisce al governo Meloni.

**Come risultato, il premio per il rischio dell'Italia è diminuito sensibilmente rispetto ai livelli elevati del 2022.**

Il governo guidato da Giorgia Meloni – in carica dall'ottobre 2022 e destinato a diventare una delle amministrazioni più longeve della storia recente – ha contribuito a un periodo di stabilità politica. In combinazione con una politica fiscale prudente e con consistenti afflussi di risorse del NGEU, ciò ha sostenuto una riduzione prolungata degli spread sovrani fino ai minimi di più anni. I BTP decennali sono ora considerati dagli investitori globali significativamente più sicuri, con lo spread BTP-Bund che si colloca intorno ai 60-70 punti base, vicino ai livelli più bassi dalla crisi post-2008. Questo andamento riflette una maggiore fiducia dei mercati e un rinnovato interesse verso il debito sovrano italiano.

Figura 3: Spread BTP-Bund a 10 anni, punti base (bps)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

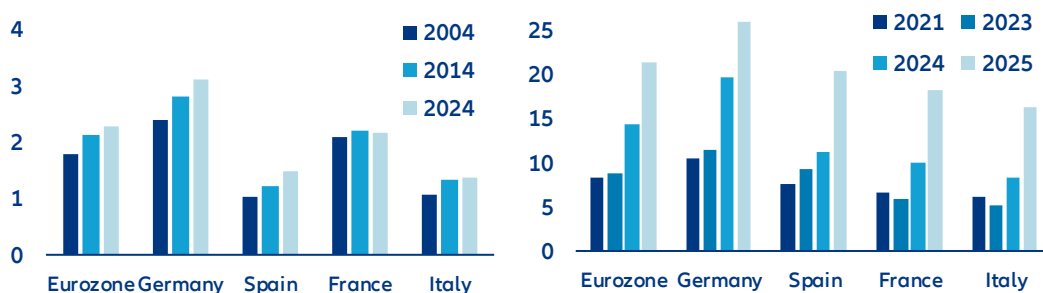
**Nonostante i recenti miglioramenti, la competitività dell'Italia continua a rimanere indietro rispetto ai principali Paesi dell'Eurozona, a causa di una produttività strutturalmente più bassa, delle pressioni demografiche e di un persistente divario negli investimenti, mentre la base manifatturiera nazionale deve fronteggiare una concorrenza crescente nei settori ad alto valore aggiunto e ad alta intensità tecnologica.** Sebbene la dinamica salariale rimanga moderata, sostenendo la competitività di costo, la performance del Paese è ancora frenata dall'elevata tassazione sul lavoro (con un carico fiscale del 42,3%), dalla complessità regolatoria e da una diffusione dell'innovazione più lenta rispetto ai Paesi dell'Europa settentrionale.

Queste debolezze strutturali sono aggravate dalla relativamente bassa adozione di tecnologie di intelligenza artificiale in Italia e da un'intensità di R&S che, pur migliorando gradualmente, resta inferiore a quella dei leader dell'Eurozona.

Le esportazioni hanno mantenuto una buona tenuta, ma senza una più forte accelerazione della trasformazione digitale, dell'adozione dell'AI e degli investimenti in R&S, l'Italia rischia un'ulteriore erosione della propria posizione competitiva man mano che i Paesi concorrenti avanzano più rapidamente verso una crescita trainata dall'innovazione.

**La prospettiva competitiva dell'Italia è comunque sostenuta rinnovata espansione degli investimenti pubblici, che sono tornati ai livelli precedenti al 2010** (in rapporto al PIL). Il ritorno verso la media dell'Eurozona è stato reso possibile in parte dal quadro NGEU, che ha fornito all'Italia una capacità di investimento aggiuntiva nonostante lo spazio fiscale domestico resti strutturalmente limitato. Un rafforzamento degli investimenti pubblici dovrebbe contribuire a risolvere i colli di bottiglia di lunga data nelle infrastrutture, nella digitalizzazione e nella produttività.

Figura 4: Intensità di R&S (spesa in R&S in % del PIL) e % di imprese che utilizzano almeno una tecnologia di intelligenza artificiale

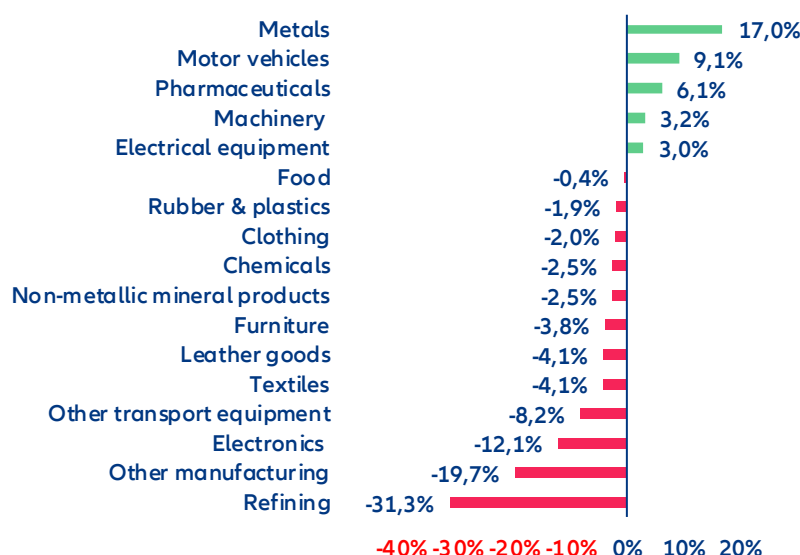


Fonti: Eurostat, Allianz Research.

**Allo stesso tempo, l'Italia sta tornando ad essere attrattiva per gli investimenti esteri.** Nel 2024, le dinamiche degli investimenti diretti esteri (IDE) hanno confermato un elevato grado di integrazione con le principali economie europee – tra cui Germania, Francia e Paesi Bassi – oltre che con gli Stati Uniti. L'aumento generalizzato dello stock di IDE in entrata rispetto al 2023 segnala una maggiore fiducia degli investitori e rafforza l'attrattiva dell'Italia come destinazione per l'impiego di capitali.

**Anche il commercio estero si è dimostrato resiliente nonostante l'incertezza legata ai dazi.** I dati extra-UE mostrano che esportazioni e importazioni italiane sono cresciute rispettivamente del +2,3% e +3,4% nel 2025 (dal +1,3% e -3,1% nel 2024), chiudendo l'anno con un surplus di 56,1 miliardi di euro – solo 1,5 miliardi in meno rispetto al 2024. Degno di nota è il fatto che il surplus con gli Stati Uniti si sia ridotto solo leggermente a 34,2 miliardi di euro (da 38,9 miliardi), poiché le esportazioni italiane verso gli USA sono aumentate del +7,2% mentre le importazioni sono balzate del +35,6%, spinte in gran parte da acquisti anticipati in vista delle modifiche tariffarie. Sebbene a novembre 2025 le esportazioni complessive siano risultate sostanzialmente stabili su base annua (-0,1%), i principali settori ad alto valore aggiunto hanno continuato a sostenere la resilienza dell'export, come metalli (+17,0% a/a), prodotti farmaceutici (+6,1%) e macchinari e attrezzature (+3,2%).

Figura 5: Contributi settoriali alla crescita delle esportazioni italiane, 2025 (var. a/a, %)



Fonti: Istat, Allianz Research.

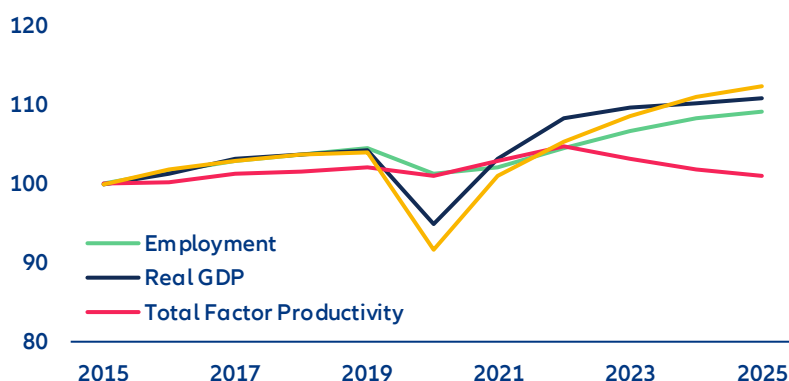
**Il nuovo quadro normativo in materia di insolvenza mira ad affrontare il problema di lunga data della tardiva rilevazione delle crisi, spingendo le imprese verso una diagnosi più precoce e verso procedure di ristrutturazione strutturate, riducendo gli incentivi a ritardare le dichiarazioni.** Di conseguenza, le insolvenze vengono ora registrate prima e in modo più trasparente, contribuendo all'aumento stimato del +35% dei casi nel 2025 e aiutando a limitare le liquidazioni tardive e gli effetti a catena sulle filiere nel tempo. Guardando avanti, si prevede che le insolvenze si stabilizzino intorno agli attuali livelli, ma il nuovo quadro garantirà una rilevazione più tempestiva delle tensioni finanziarie, rendendo visibile la crisi prima ancora di ridurla effettivamente.

## I fattori di breve termine sostengono la crescita, mentre l'attuazione delle riforme e la strategia industriale restano indietro

**La crescita media annua del PIL dell'Italia per il periodo 2022-2027 è destinata a superare quella del decennio 2010-2019 (+1,5% rispetto a +0,2%).** Correggendo per la crescita strutturalmente bassa della popolazione, l'Italia ha persino superato la Spagna in termini di crescita cumulata, registrando l'aumento del PIL pro capite più elevato tra le grandi economie europee (Figura 1). Tuttavia, una parte significativa di questo miglioramento deriva dal Superbonus – il regime di detrazioni fiscali ereditato, approvato durante il Covid-19 – che ha stimolato il settore delle costruzioni prima di essere ridimensionato e infine abolito dall'attuale governo. La crescita è stata inoltre fortemente sostenuta dai fondi NGEU (pari al 10,6% del PIL 2021); stimiamo che questi fondi abbiano aggiunto in media circa 0,25 punti percentuali di crescita del PIL all'anno tra il 2021 e il 2024.

**L'occupazione ha raggiunto livelli record, ma i progressi riflettono in larga parte una ripresa ciclica più che nuove politiche strutturali.** Il carico fiscale complessivo resta elevato, limitando gli incentivi per famiglie e imprese. Secondo il Consiglio Fiscale Italiano, circa il 50% della recente riduzione del cuneo fiscale dovrebbe beneficiare i contribuenti con redditi superiori a 48.000 euro, che rappresentano l'8% del totale. Il governo Meloni ha abolito il Reddito di cittadinanza, cercando di passare da un sostegno passivo al reddito a un modello di partecipazione attiva al mercato del lavoro, allineando gli incentivi alla formazione e all'occupabilità.

Figura 6: Il paradosso della crescita italiana: più lavoratori, produttività stagnante. Occupazione, PIL reale, TFP e ore totali lavorate (2015 = 100)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research.

**Le principali riforme del governo (modernizzazione della pubblica amministrazione, efficienza del sistema giudiziario, semplificazione degli appalti, digitalizzazione e miglioramento della compliance fiscale) sono guidate centralmente dal NGEU.** Il PNRR (Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza) incorpora queste riforme come traguardi obbligatori collegati alle successive erogazioni, rendendo i finanziamenti europei una leva fondamentale per avanzare riforme strutturali in grado di generare effetti di lungo periodo.

**Nonostante il ruolo centrale della manifattura, che rappresenta ancora il 17,4% del valore aggiunto lordo, il Paese non ha avviato una revisione sostanziale della propria politica industriale.** Questo divario è significativo alla luce delle vulnerabilità emerse con la crisi energetica del 2022, che ha evidenziato la necessità di una strategia di competitività coerente e di lungo termine, soprattutto nei settori ad alto valore aggiunto dove aggiornamento tecnologico, digitalizzazione e scala produttiva sono elementi essenziali.

**Sul fronte fiscale, misure a tantum hanno contribuito al miglioramento delle prospettive economiche di breve periodo.** Il governo ha avviato un programma di privatizzazioni del valore di 20 miliardi di euro entro il 2026, aumentando le entrate non ricorrenti e contribuendo a ridurre la pressione sui conti pubblici nel breve termine. Ulteriori risorse vengono reperite attraverso interventi per contrastare l'evasione fiscale (inclusi recenti condoni), che hanno generato solide entrate ma rischiano di trasformarsi in uno strumento strutturale e ricorrente.

**Infine, Meloni ha rafforzato il profilo geopolitico dell'Italia:** più centrale nei processi decisionali dell'UE, più allineata ai principali partner sulle priorità strategiche e più proattiva nel plasmare la politica mediterranea e africana tramite il Piano Mattei, che promuove progetti congiunti nelle energie rinnovabili, nel gas naturale, nelle infrastrutture idriche e nelle iniziative più ampie di transizione energetica nei principali Paesi partner africani, con un budget iniziale di 5,5 miliardi di euro. All'interno dell'UE, questo riposizionamento geopolitico è stato rafforzato dagli sforzi volti a potenziare i rapporti con partner chiave. In particolare, Italia e Germania hanno avviato un rafforzamento del proprio rapporto bilaterale in ambiti come politiche europee, competitività industriale, sicurezza, transizione energetica, cooperazione allo sviluppo e collaborazione culturale, riflettendo impegni condivisi verso la NATO, l'integrazione europea e il sostegno all'Ucraina. Sebbene la comunicazione pubblica enfatizzi l'allineamento politico, questo approfondimento dei rapporti riflette anche un'interdipendenza economica pragmatica: la Germania è il principale partner commerciale dell'Italia, rappresentando stabilmente una quota significativa delle esportazioni e importazioni italiane. Secondo i dati 2024, la Germania rappresentava il 10% delle esportazioni e il 15% delle importazioni italiane, a conferma dell'importanza strutturale di questa relazione per un'economia italiana fortemente trainata dal manifatturiero.

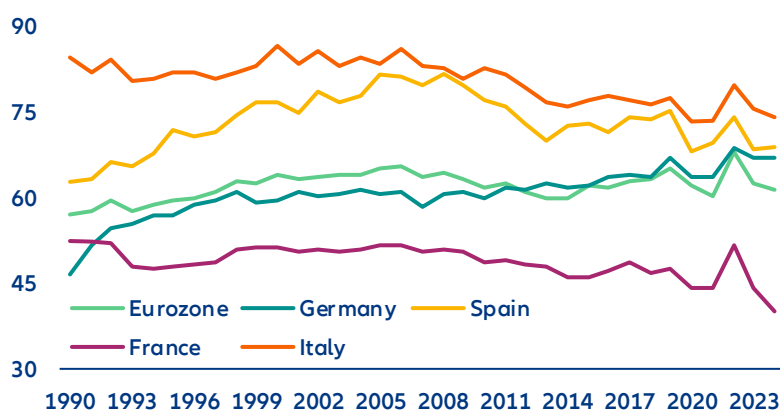
## NGEU: i benefici di lungo periodo

**NGEU ha già avuto un effetto positivo di breve periodo sull'economia dal lato della domanda, ma esiste anche un beneficio di lungo periodo dal lato dell'offerta derivante dal miglioramento delle infrastrutture.** Il piano di investimenti finanziato dal NGEU destina 23,7 miliardi di euro alla mobilità sostenibile – inclusi corridoi ferroviari, collegamenti regionali e trasporti ad alta capacità – insieme a 41,3 miliardi di euro per digitalizzazione e

competitività e 16,9 miliardi di euro per la coesione, mirando a colli di bottiglia strutturali di lunga data in logistica, accessibilità e disparità territoriali. Questi investimenti rappresentano un'opportunità rara per affrontare vincoli che da tempo pesano sulla produttività e per realizzare miglioramenti duraturi nei tempi di percorrenza, nella connettività e nel potenziale di crescita.

**Una dinamica analoga riguarda il settore energetico.** Con 55,5 miliardi di euro dedicati alla transizione verde e ulteriori 11,2 miliardi di euro nell'ambito del capitolo REPowerEU, l'Italia sta accelerando lo sviluppo delle energie rinnovabili, il rafforzamento della rete e gli interventi di efficienza energetica – passaggi fondamentali per ridurre i costi energetici strutturalmente elevati e diminuire l'esposizione agli shock esterni. L'esigenza è significativa: l'Italia ha uno dei più alti tassi di dipendenza energetica dell'Eurozona, importando circa il 74% del proprio fabbisogno energetico totale, principalmente sotto forma di gas naturale e petrolio. Sebbene la dipendenza si sia leggermente ridotta rispetto al 2019, il Paese rimane fortemente esposto ai rischi legati all'approvvigionamento estero, con forniture chiave provenienti da Algeria, Azerbaijan, Libia e Stati Uniti. Iniziative nazionali come il Piano Mattei completano questi sforzi diversificando ulteriormente le partnership di approvvigionamento. Nel complesso, tali misure costituiscono un pilastro fondamentale, insieme alla modernizzazione delle infrastrutture, per rafforzare la resilienza e il potenziale di crescita di lungo periodo dell'Italia.

Figura 7: Dipendenza dalle importazioni energetiche, %



Fonti: Eurostat, Allianz Research. Nota: la dipendenza dalle importazioni energetiche indica la quota del fabbisogno energetico totale di un Paese soddisfatta tramite importazioni da altri Paesi.



Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità fornita di seguito.

#### **DICHIARAZIONI PREVISIONALI**

Le dichiarazioni qui contenute possono includere potenziali aspettative, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali basate sulle opinioni e assunzioni attuali della direzione e che comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati effettivi, le prestazioni o gli eventi possono differire sostanzialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono verificarsi a causa di (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati core del Gruppo Allianz, (ii) la performance dei mercati finanziari (in particolare volatilità di mercato, liquidità ed eventi di credito), (iii) la frequenza e la gravità degli eventi di perdita assicurata, inclusi quelli di catastrofi naturali, e lo sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbidità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità dei default creditizi, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio valutari incluso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) cambiamenti nelle leggi e regolamenti, incluse le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori potrebbero essere più probabili, o più pronunciati, a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

#### **NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE**

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare qualsiasi informazione o dichiarazione previsionale qui contenuta, salvo eventuali informazioni che la legge richieda di divulgare.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una gamma di servizi forniti da Euler Hermes.