

Il Quadro Macroeconomico, Finanziario e Geopolitico

Le questioni aperte e i riflessi sull'economia italiana

NON È UNA RECESSIONE: È UN CAMBIO DI REGIME

Crescita

Resiliente, ma più selettiva

Capitale

Più caro e più selettivo

Shock

Più fisici: energia • clima • geopolitica

Marco Martella

Udine – 10 settembre 2026



Un Unico Filo Conduttore

Dalla "crescita che si concentra" al costo del capitale e del debito

La crescita a forma di K: non scompare, si concentra.

In questo regime, la crescita si ridistribuisce: alcuni settori, imprese e paesi accelerano, mentre altri ristagnano o arretrano.

Braccio superiore ↑

- AI & tech
- Difesa & infrastrutture
- Energia & materie prime
- Servizi premium
- Export di qualità

Braccio inferiore ↓

- Manifattura tradizionale
- Consumi domestici
- PMI ad alto debito
- Industrie energy-intensive

📌 Nuovo equilibrio: il rendimento atteso del capitale deve confrontarsi con un costo di finanziamento strutturalmente più alto. Energia, deficit, AI, difesa e infrastrutture mantengono alta la domanda di capitale; la nuova variabile è il rifinanziamento del debito.

Geopolitica: gli Shock Diventano Vincoli Fisici alla Crescita

Energia, shipping, Cina e riconversione industriale stanno ridisegnando prezzi e investimenti.

Energia — Hormuz, raffinazione, diesel

Brent vicino a \$100; riserve fuori dalla Cina -400 mln barili dall'inizio della guerra; spread diesel/crude oltre \$100/barile. Il problema è la capacità fisica, non solo il prezzo del greggio.

Cina / Commercio — export +25% a/a

Surplus gennaio-agosto \$805,5 mld; high-tech = 29% dell'export YTD e 54% della crescita dell'export. L'Al sostiene commercio e capacità produttiva asiatica.

Shipping / Clima — Panama e regole globali

Transiti Panama: da 36 a 32, con worst case 27. Oltre l'80% del commercio mondiale viaggia via mare; guerre e shadow fleet erodono il presupposto della libera navigazione.

Europa Industriale — auto → difesa

Produzione auto europea -20/25% dal 2017; settore ≈7% del PIL e 14 mln di posti. VW converte Osnabrück da auto a componenti per la difesa: riconversione, non semplice ripresa ciclica.

La geopolitica non è più un "tail risk": è diventata una variabile della funzione di produzione.

Il Ciclo Globale Resiste — ma la Composizione Cambia

Eurostat rivede al rialzo il Q2 dell'area euro; l'industria tedesca resta fragile.

+0,6%

Area Euro PIL Q2

+1,2% a/a • precedente stima +0,4%

+162K

USA Payroll Agosto

Disoccupazione 4,1%

-1,1%

Germania Produzione Luglio

Auto -9,2% m/m

+0,2%

Italia PIL Q2

+1,0% a/a

Contributi al PIL Area Euro Q2

Export netto



Consumi famiglie



Investimenti fissi



Scorte

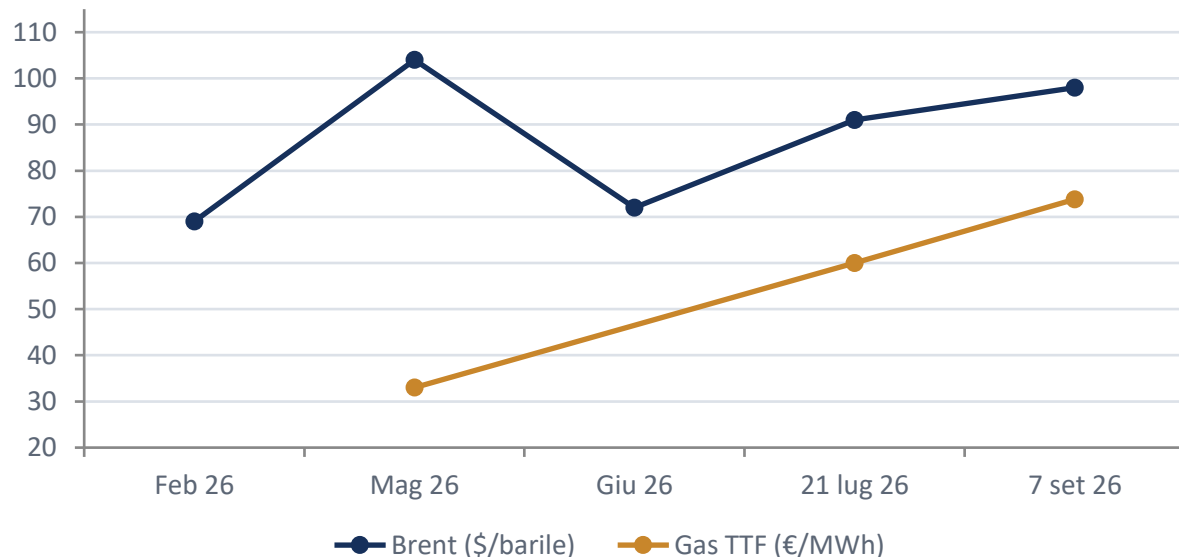


La lettura macro

- Il ciclo non è recessivo: domanda e occupazione tengono
- L'industria tedesca resta il punto debole; export luglio - 0,8% m/m
- La crescita europea beneficia di front-loading commerciali non necessariamente persistenti
- Il costo dell'energia resta la variabile che può trasformare resilienza in rallentamento

Dall'energia agli alimentari: la pressione si estende

Prezzi energetici, percorso 2026



Energia

Negli Stati Uniti il gasolio ha toccato il record di 5,85 dollari al gallone, da 3,71 un anno prima.

Alimentari

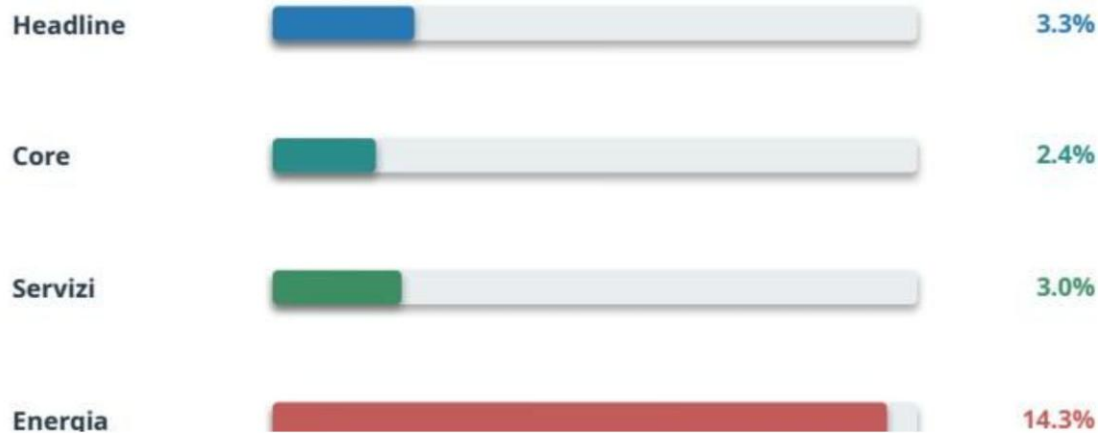
Indice FAO a 133,3 punti, massimo da novembre 2022. Bloomberg Agriculture +12,4% in un mese, massimi da 14 anni. Zucchero e cacao +25% in agosto; grano e mais ai massimi da tre anni per la paralisi del Mar Nero.

Future sulle materie prime: il posizionamento è estremo, e questo taglia in due direzioni. Le posizioni nette lunghe sulle dieci principali commodity agricole sono triplicate in agosto, a 1,37 milioni di contratti: il massimo dall'avvio della serie nel 2006. È premessa di alta volatilità e di possibili correzioni rapide qualora le aspettative si rovesciassero.

Inflazione Area Euro: l'Energia Complica le decisioni della BCE

Il rialzo atteso del 10 settembre è soprattutto risk management. La core resta contenuta, ma l'energia pesa.

Area Euro — Agosto



Il rialzo dell'headline è concentrato nell'energia: 14,3% vs core al 2,4%.

Energia e BCE — dati a 8 Settembre

~\$98

Brent — massimi da fine luglio

€73,83

TTF gas — livelli fine 2022

Variazione attesa tassi BCE: +25 pb → 2,50%

Scenario quasi pienamente prezzato

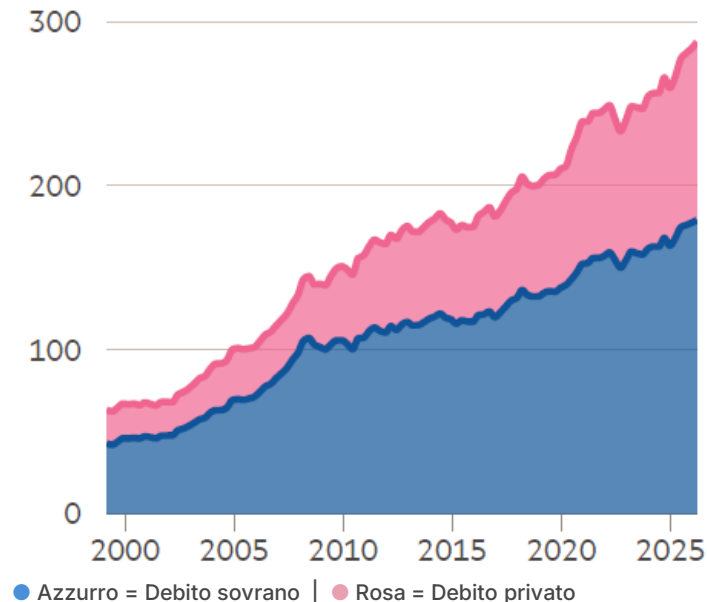
Nessun chiaro second-round effect finora; il rischio cresce se energia e riscaldamento restano cari in inverno.

La domanda da porre alla BCE non è solo "quanto alzerà?", ma "quanto a lungo lo shock energetico può restare compatibile con una core relativamente contenuta?"

Debito Globale: dal Problema dello Stock al Rifinanziamento

Record di debito + rendimenti elevati = meno spazio fiscale e più competizione per il capitale.

Debito lordo globale (\$tn)



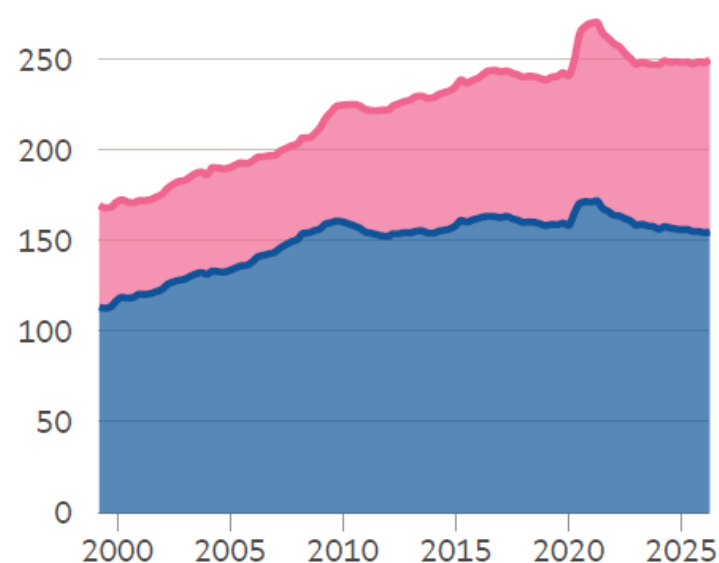
>\$2tn

Interessi OECD 2025
~3% del PIL

94%

Debito pubblico globale/PIL
IMF: ~100% entro 2030

Debito come % del PIL



\$18tn

Nuovo debito OECD 2026
Record annuo

\$40tn

Debito USA
Record, agosto 2026

Debito
elevato

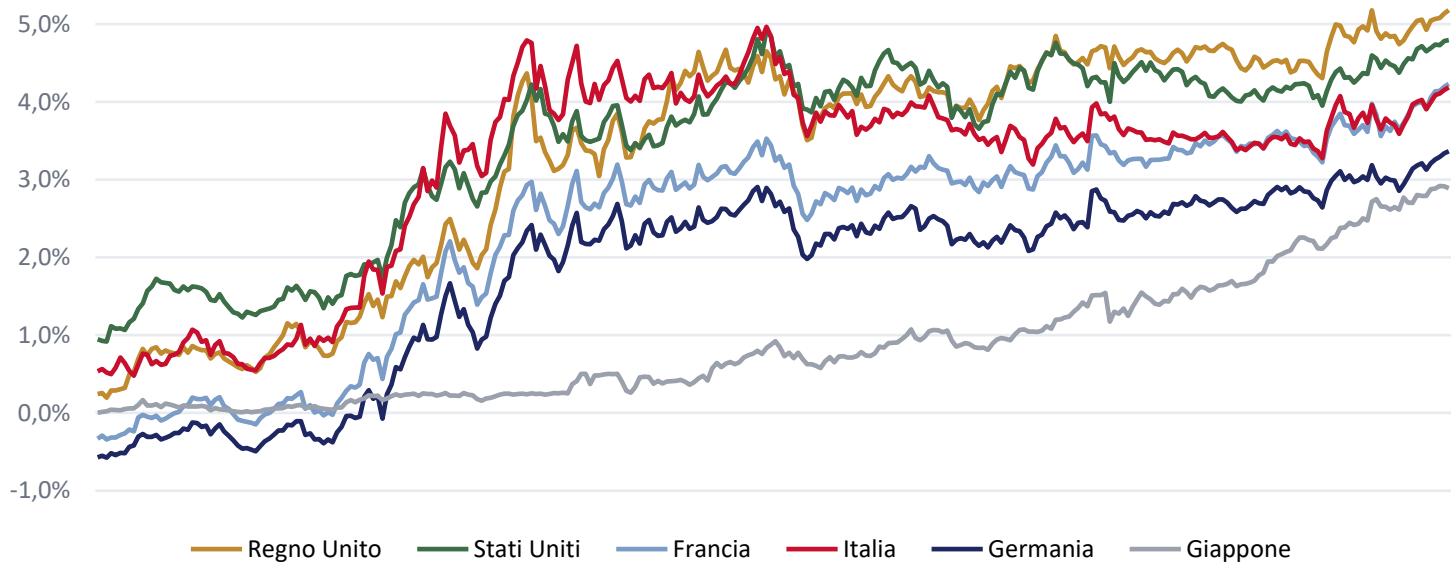
Rifinanziamento

Interessi in
aumento

Il bond market torna a chiedere disciplina: difesa, energia, AI e welfare competono con il servizio del debito per lo stesso spazio fiscale e lo stesso risparmio.

Rendimenti governativi a 10 anni

Dati settimanali di chiusura, dic. 2020 – 7 set. 2026 · valori in %



Spread BTP-Bund a 82 pb

Ai minimi del periodo (60 pb a gen. 2026) e lontano dai 251 pb dell'ott. 2022.

L'OAT paga più del BTP: +4 pb

Inversione avviata a ott. 2025 e da allora stabile: la Francia sconta un premio al rischio superiore a quello italiano.

JGB: +129 pb in dodici mesi

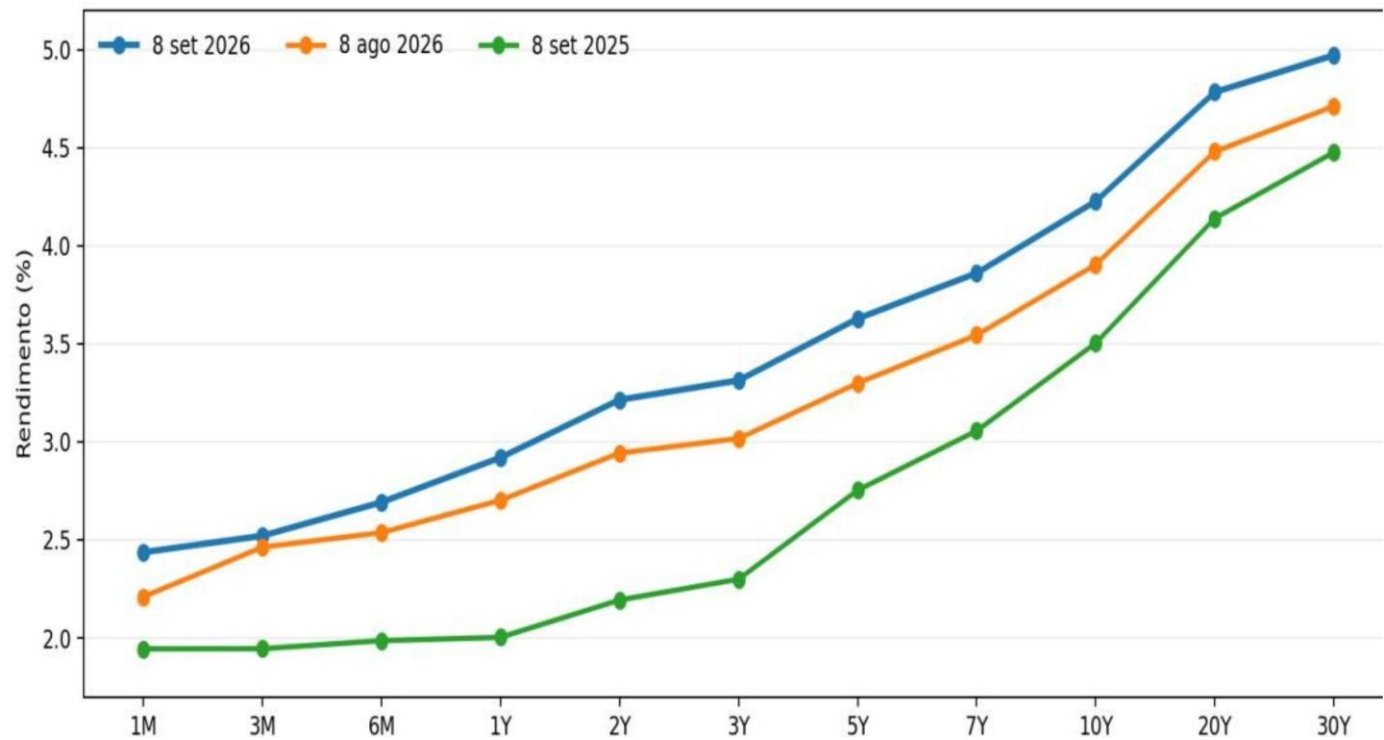
Il rialzo maggiore del campione, effetto della normalizzazione della Bank of Japan.

	Livello %	1 mese (pb)	Dal minimo 23 feb. 2026 (pb)	Da inizio anno (pb)	12 mesi (pb)	Spread vs Bund (pb)
Regno Unito	5.18	+13	+87	+64	+52	+181
Stati Uniti	4.80	+10	+85	+60	+73	+143
Francia	4.23	+18	+101	+61	+74	+87
Italia	4.19	+19	+91	+61	+65	+82
Germania	3.37	+15	+72	+46	+66	—
Giappone	2.89	+1	+78	+82	+129	-48

Fonte: elaborazioni su dati TradingView (TVC), serie settimanali dei rendimenti dei titoli di Stato decennali. Variazioni in punti base.

Italia: la Curva dei Rendimenti si è Spostata verso l'Alto

Agg. 08.09— Il repricing riguarda tutta la curva, con rialzi significativi anche sulle scadenze intermedie. Medie mensili e finanza pubblica: Banca d'Italia, L'economia italiana in breve, n. 9/2026.



Il percorso, non solo il punto

BTP benchmark, medie mensili (%)

Scadenza	Feb 26	Giu 26	Ago 26
3 anni	2,37	2,90	3,15
5 anni	2,69	3,14	3,38
10 anni	3,39	3,73	3,99
30 anni	4,33	4,53	4,78

Non è un premio di rischio italiano

Nel 2026 l'Italia ha un saldo complessivo del -2,9% del PIL e un avanzo primario del +1,2%, contro Francia -5,1% e -2,5%, Germania -3,7% e -2,5%, area euro -3,3% e -1,3%. Il debito sale però ancora, da 137,1% a 138,6%.

3,21%

BTP 2 anni

+27 pb in un mese • +102 pb a/a

4,23%

BTP 10 anni

+32 pb in un mese • +72 pb a/a

4,97%

BTP 30 anni

+26 pb in un mese • +50 pb a/a

❏ Non è solo "BCE": il rialzo simultaneo lungo la curva segnala anche term premium, offerta di debito e maggiore prezzo richiesto per la duration.

Italia: PIL e Lavoro Tengono, ma i Volumi Domestici Restano Deboli

Gli ultimi dati ISTAT ed Eurostat rafforzano l'idea di una **resilienza selettiva**.

Cosa sostiene il quadro

+0,2%

PIL Q2

+1,0% a/a

+1,4%

Occupazione Q2 a/a

+0,3% t/t (Eurostat)

+7,4%

Investimenti non
residenziali Q2

Costruzioni ancora a supporto

Dove resta la fragilità

-0,5%

Retail luglio — volumi m/m

-0,6% a/a; secondo calo mensile
consecutivo

-0,7%

Servizi giugno —
produzione m/m

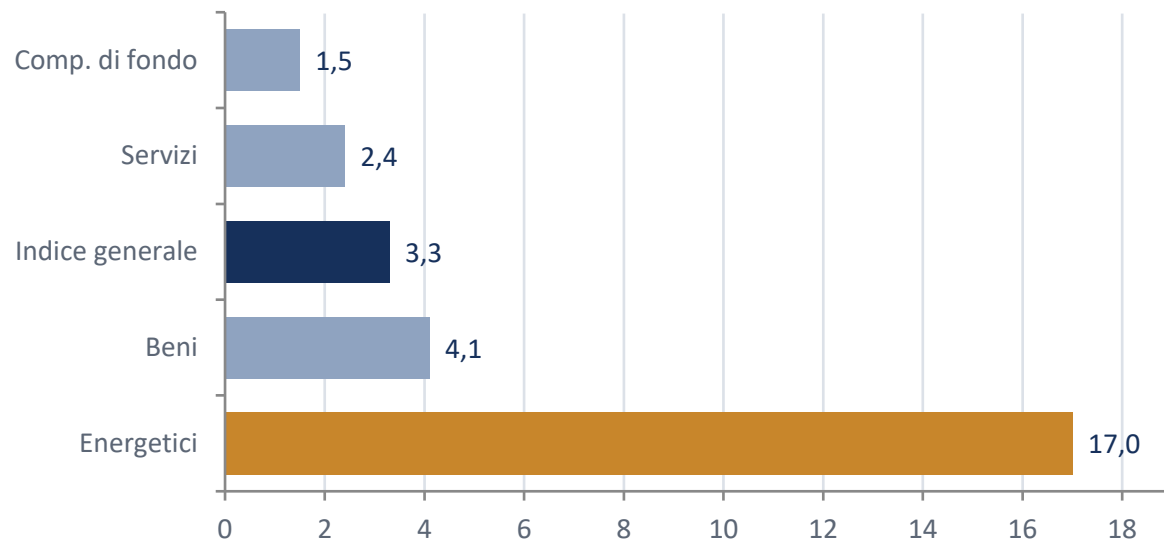
Italia -0,5% a/a vs area euro
+1,5%



Il nodo è la composizione: crescita del PIL ≠ crescita diffusa dei volumi.

Italia: Prezzi in risalita, ma senza effetti di secondo impatto

Italia, prezzi al consumo NIC (var. % tendenziali, agosto 2026)



BCE — giovedì 10 settembre

Rialzo atteso dal 2,25% al 2,50%: limite superiore dell'intervallo neutrale. Morgan Stanley lo considera l'ultimo per un periodo prolungato; BNP Paribas attende un terzo rialzo a dicembre.

Federal Reserve — 16 settembre

Probabilità di rialzo intorno al 60% dopo il dato occupazionale. L'abbandono della forward guidance da parte di Warsh ha reso le attese molto volatili: dal 35% al 58% dopo il 28 agosto, poi alla parità, poi di nuovo al 60%.

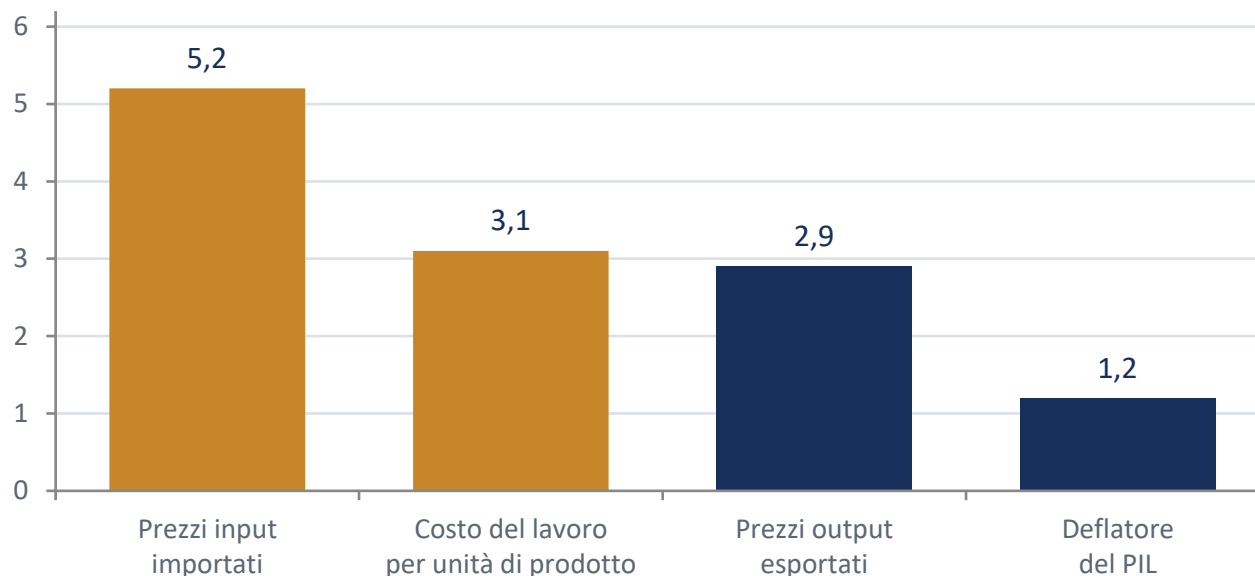
Il punto per le imprese: l'inflazione generale sale al 3,3% mentre la componente di fondo scende all'1,5% e i prezzi dei servizi rallentano al 2,4%. Le retribuzioni non hanno ancora recuperato i maggiori costi energetici. Finché dura questa configurazione, l'aggiustamento non passa né dai salari né dai listini: passa dal conto economico.

Confronto armonizzato — IPCA, agosto 2026

Italia 3,2% l'indice generale e 1,7% al netto di energetici e alimentari; area euro 3,3% e 2,4%: core italiana inferiore di 70 punti base.

Il margine è attaccato da tre lati contemporaneamente

Costi e prezzi a confronto, II trimestre 2026 (var. % tendenziali)



1. Ragione di scambio

Deflatore delle importazioni +5,2% contro +2,9% delle esportazioni: oltre tre punti di deterioramento in un solo trimestre.

2. Prezzi di vendita bloccati

Deflatore del PIL fermo in termini congiunturali e a +1,2% sull'anno, contro un deflatore dei consumi delle famiglie a +2,8%.

3. Costo del lavoro

Redditi pro-capite nell'industria in senso stretto +2,7% con produttività negativa per circa 0,4 punti.

Esito: un mark-up in contrazione dell'ordine di uno-due punti percentuali su base annua nella manifattura.

Il quarto lato: il costo del credito alle imprese

Tassi bancari sui prestiti in euro, Italia — valori percentuali

Indicatore	Lug 2025	Giu 2026	Lug 2026	Var. a/a
Nuovi prestiti a società non finanziarie	3,50	3,70	3,79	+29 pb
di cui: fino a 1 milione di euro	4,01	4,38	4,37	+36 pb
di cui: oltre 1 milione di euro	3,26	3,37	3,55	+29 pb
Indicatore composito del costo del credito	3,59	3,77	3,86	+27 pb
Consistenze dei prestiti alle imprese	3,91	4,02	4,16	+25 pb
Tasso medio sui depositi	0,65	0,67	0,69	+4 pb

Divario dimensionale: 82 punti base

Prestiti fino a 1 milione al 4,37%, oltre 1 milione al 3,55%. La selettività del capitale colpisce le imprese minori.

Il costo dello stock, non solo del flusso

Le consistenze salgono al 4,16% da 3,91% di un anno fa: il rifinanziamento arriva anche al debito bancario.

Non è razionamento, è prezzo

Prestiti alle imprese +4,1% a/a da +3,2%; erogazioni per 55,8 miliardi contro 48,4 nel luglio 2025. CET1 al 15,4%.

Esito: il costo dei nuovi prestiti alle imprese è salito di 46 punti base da febbraio, prima che il rialzo BCE del 10 settembre sia stato trasmesso.

Fonte: Banca d'Italia, Banche e moneta: serie nazionali, 9 settembre 2026; dati di luglio 2026, provvisori. Variazioni in punti base: elaborazioni dell'autore.

10 Settembre: Quattro Questioni Aperte

Le variabili che possono cambiare il quadro nei prossimi mesi.

1

BCE

+25 pb è lo scenario dominante. La vera informazione sarà la guidance: 2,50% è un punto d'arrivo o una tappa?

2

Energia

Brent, diesel e gas normalizzano prima dell'inverno? Se no, aumentano second-round effects, costi industriali e rischio di domanda più debole.

3

Debito / Tassi Lunghi

Con quasi \$300tn di debito pubblico+corporate, quanto term premium e fiscal premium può assorbire il sistema senza comprimere investimenti e crescita?

4

Italia

La vera sfida è continuare a investire anche dopo il PNRR, con tassi più alti e consumi ancora deboli.



Takeaway: Crescita resiliente, ma regime più costoso e più fisico. Competitività = produttività + energia + capitale. L'Italia deve trasformare risparmio e servizi in investimento e valore aggiunto.