

Article | 04/12/25

FRANCIA GERMANIA

## Italia, Germania, Francia, Spagna: la nostra previsione per i Big 4 dell'UE

Per Germania e Francia, si prospetta l'effetto "bottiglia di ketchup": aspettiamo pazientemente che qualcosa venga fuori. In Italia speriamo che i consumi privati possano dare una scossa l'anno prossimo. E la Spagna? Abbiamo bisogno di qualità, non solo di quantità



### Germania: aspettiamo l'effetto "bottiglia di ketchup"

La Germania è stata al contempo la più grande delusione dell'Eurozona e la sua principale fonte di speranza quest'anno. Impantanata in una prolungata stagnazione e gravata da numerose sfide strutturali, la Germania è rimasta indietro sulla crescita rispetto al resto dell'area. Allo stesso tempo, la storica inversione di tendenza sugli [stimoli fiscali](#) e l'annuncio di importanti investimenti in infrastrutture e difesa hanno aumentato le aspettative di una ripresa, sia per la Germania che per l'Eurozona nel suo complesso. Tuttavia, le persistenti tensioni politiche e l'assenza di significative riforme strutturali hanno smorzato queste speranze. Persino gli investimenti pubblici previsti per il 2025 sono stati considerevolmente inferiori all'obiettivo. Il ketchup è ancora nella bottiglia.

Quindi, la domanda principale è se la Germania sia fondamentalmente incapace di rendere efficaci gli stimoli fiscali, o se sia semplicemente una questione di tempo. Crediamo che sia la

seconda. Gli stimoli fiscali e gli investimenti spesso seguono il teorema della bottiglia di ketchup: all'inizio non esce nulla, e poi all'improvviso esce tutto in una volta. Non sarà questo a risolvere i problemi strutturali della Germania, ma dovrebbe comunque vedersi una spinta. Prevediamo che la crescita del PIL tedesco si avvicinerà all'1% nel 2026 e al 2% nel 2027.

### **Francia: persistente stallo sul bilancio e crescente rischio di elezioni anticipate**

È improbabile che un nuovo bilancio venga approvato prima della fine dell'anno, dato che le manovre politiche in vista delle elezioni presidenziali del 2027 stanno ostacolando il consenso tra Senato e Assemblea Nazionale. L'esito più probabile è un rinnovo del bilancio del 2025, col dibattito rimandato a gennaio. Un accordo rimarrà elusivo, aumentando il rischio di un collasso del governo e di elezioni legislative anticipate il prossimo anno.

Sebbene il partito di destra RN sia in testa nei sondaggi con circa il 35% delle preferenze, è improbabile che ottenga la maggioranza, il che significa che nuove elezioni farebbero ben poco per risolvere la situazione di stallo. Senza un bilancio, gli sforzi compiuti rischieranno di essere vani e le finanze pubbliche peggioreranno, con il deficit che si amplierà a circa il 5,7% del PIL se la situazione persisterà per tutto il 2026, rispetto al 5,4% del 2025, ben al di sopra dell'obiettivo del 4,6% promesso dal governo Lecornu. Sebbene l'assenza di una stretta fiscale possa offrire un certo sostegno, i maggiori costi di finanziamento del debito e la persistente incertezza compenseranno gli effetti positivi, posizionando la crescita ad appena lo 0,8%, contro l'1,1% dell'Eurozona.

### **Italia: ancora una questione di domanda interna**

È probabile che l'effetto dei dazi statunitensi più elevati sull'export italiano si manifesterà in modo più evidente nel 2026, quando - ci aspettiamo - le esportazioni nette agiranno da freno alla crescita economica. Ciò sposterà l'onere della crescita sulla domanda interna. Gli investimenti fissi lordi dovrebbero rimanere il motore principale, sostenuti dagli investimenti infrastrutturali previsti dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza finanziato dall'UE, la cui scadenza formale è prevista per l'estate del 2026.

Anche una politica monetaria non restrittiva della Banca Centrale Europea potrebbe contribuire a rilanciare gli investimenti in macchinari. I consumi privati, che hanno registrato una debolezza deludente nel 2025, potrebbero recuperare un po' il ritardo l'anno prossimo. Un mercato del lavoro resiliente, la continua ripresa del potere d'acquisto trainata da una dinamica salariale dignitosa e da una bassa inflazione, e un'estensione delle riduzioni dell'imposta sul reddito delle persone fisiche introdotte dalla legge di bilancio potrebbero incoraggiare le famiglie a ridurre i loro tassi di risparmio rispetto agli attuali livelli elevati.

La politica di bilancio, tuttavia, fornirà scarso supporto aggiuntivo. La manovra in discussione in Parlamento è per definizione neutrale, riflettendo la chiara priorità del governo di mantenere il percorso di aggiustamento e garantire che l'Italia esca dalla procedura di infrazione per deficit eccessivo all'inizio del 2026.

### **Spagna: alla ricerca di una svolta di qualità**

L'economia spagnola continua a sovraperformare rispetto alla media dell'Eurozona, con una crescita prossima al 3% nel 2025. Tuttavia, gran parte di questo slancio è trainato dalla quantità: l'immigrazione ha fatto crescere la popolazione, rendendo la performance della Spagna meno impressionante se misurata in termini di PIL pro capite o di aumento della produttività del lavoro. La sfida principale ora è quella di rendere la crescita più orientata alla qualità, trainata da una maggiore produttività. Questo sarà particolarmente cruciale nel 2026, poiché il contributo della crescita della spesa pubblica sarà limitato in assenza di un bilancio, le esportazioni nette saranno ridotte in parte a causa del rafforzamento dell'euro, mentre la crescita dei consumi privati si sta normalizzando.

Gli investimenti sono destinati a svolgere un ruolo fondamentale, con il Recovery and Resilience Facility (RRF) dell'UE che offre un potenziale di crescita significativo: finora sono stati assegnati solo circa 59 miliardi di euro dei possibili 163 disponibili. Sebbene l'impatto sulla produttività potrebbe non essere immediato, questi investimenti potrebbero segnare una svolta verso una crescita basata sulla qualità e contribuire a mantenere la Spagna in vantaggio rispetto ai suoi omologhi dell'Eurozona nel 2026, e oltre.

## Autore

### **Carsten Brzeski**

Global Head of Macro  
[carsten.brzeski@ing.de](mailto:carsten.brzeski@ing.de)

### **Charlotte de Montpellier**

Senior Economist, France and Switzerland  
[charlotte.de.montpellier@ing.com](mailto:charlotte.de.montpellier@ing.com)

### **Paolo Pizzoli**

Senior Economist, Italy, Greece  
[paolo.pizzoli@ing.com](mailto:paolo.pizzoli@ing.com)

### **Ruben Dewitte**

Economist  
+32495364780  
[ruben.dewitte@ing.com](mailto:ruben.dewitte@ing.com)

## Disclaimer

La presente pubblicazione è stata redatta da ING Bank N.V. ("ING") esclusivamente a scopo informativo, indipendentemente dagli obiettivi di investimento, dalla situazione finanziaria o dai mezzi di un particolare utente. *ING fa parte del Gruppo ING (essendo a tal fine ING Group N.V. e le sue società controllate e affiliate)*. Le informazioni in essa contenute non costituiscono una raccomandazione di investimento né una consulenza in materia di investimenti, legale o fiscale, né un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari. È ING ha adottato misure ragionevoli per garantire che questa pubblicazione non contenga informazioni false o fuorvianti al momento della sua diffusione, tuttavia ING non garantisce che sia priva di errori o completa ING non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite dirette, indirette o consequenziali derivanti dall'uso di questa pubblicazione. Salvo diversa indicazione, tutte le opinioni, le previsioni o le stime sono esclusivamente quelle dell'autore o degli autori, alla data di pubblicazione e sono soggette a modifiche senza preavviso.

La distribuzione di questa pubblicazione può essere limitata da leggi o regolamenti in diverse giurisdizioni e le persone che ne vengono in possesso devono informarsi e osservare tali restrizioni.

Il copyright e la protezione dei diritti di database sono presenti in questo report ed esso non può essere riprodotto, distribuito o pubblicato da alcuna persona per qualsiasi scopo senza il previo consenso esplicito di ING. Tutti i diritti sono riservati. ING Bank N.V. è autorizzata dalla Banca Centrale Olandese ed è supervisionata dalla Banca Centrale Europea (BCE), dalla Banca Centrale Olandese (DNB) e dall'Autorità Olandese per i Mercati Finanziari (AFM). ING Bank N.V. è costituita nei Paesi Bassi (registro delle imprese n. 33031431 Amsterdam).

Ulteriori chiarimenti sono disponibili su richiesta. Per ulteriori informazioni su ING Group, visitare il sito [www.ing.com](http://www.ing.com).