

## Macro Rapid Response

### Eurozona: PIL fermo nel 4° trimestre 2024

Nel 4° trimestre del 2024 l'economia dell'area euro è risultata stagnante. Si contraggono le economie di Germania e Francia. Crescita nulla per l'Italia mentre si conferma la vivacità spagnola. Le prospettive di ripresa per i prossimi trimestri rimangono deboli: dopo aver archiviato il 2024 con una crescita in media annua allo 0,7% prevediamo un'espansione ancora fiacca nel 2025, inferiore all'1%.

**Nel 4° trimestre del 2024 l'attività economica dell'area euro è risultata stagnante** dopo lo 0,4% t/t registrato nel trimestre precedente. In termini tendenziali l'espansione si stabilizza sullo 0,9%. Il dato risente, come di consueto, dal tipicamente volatile dato irlandese (-1,3% t/t da +3,5%) al netto di cui l'Eurozona registrerebbe comunque un modesto 0,1% t/t (sarebbe stato 0,3% t/t nel 3° trimestre).

Tra le principali economie:

- Germania: il calo del PIL di -0,2% t/t** (-0,2% a/a) è risultato peggiore del previsto invertendo il progresso di 0,1% t/t del trimestre estivo. Non è ancora disponibile il dettaglio dei dati ma sulla base del comunicato stampa pubblicato da Destatis dovrebbe essere stata la brusca contrazione delle esportazioni a frenare la crescita a fronte di un aumento dei consumi, pubblici e privati. **L'economia tedesca si contrae dunque per il secondo anno consecutivo: -0,2% da -0,1%**; non succedeva dal biennio 2002-03, **mentre restano deboli le prospettive anche per l'anno in corso**. Le indagini di fiducia mostrano segnali di ripresa ancora troppo vaghi e non ancora compatibili con una decisa ripartenza del ciclo. Il taglio dei tassi potrebbe offrire qualche sostegno nei prossimi trimestri ma le difficoltà strutturali che colpiscono la manifattura tedesca e l'incertezza sulle politiche commerciali dell'amministrazione statunitense limitano le prospettive di ripresa. **La crescita dovrebbe risultare solo modesta nel 2025, prevediamo di 0,2%**.
- Francia: la contrazione di -0,1% t/t risente dell'inversione degli effetti delle Olimpiadi che avevano sostenuto la crescita** (+0,4% t/t) **nel 3° trimestre**. In termini tendenziali la crescita decelera allo 0,7% da un precedente 1,2%. Lo spaccato per componenti evidenzia un **rallentamento solo modesto dei consumi dei nuclei famigliari** (0,4% t/t da 0,6%) **influenzati però da alcuni fattori temporanei**. Le spese per servizi (-5,7% da +7,2%) sono infatti la componente che riflette maggiormente il venir meno dei Giochi Olimpici mentre gli acquisti di beni sono stati sostenuti dal rimbalzo dei mezzi di trasporto (+3,3% da -1,9%), rimbalzo che riteniamo spiegato soprattutto dall'anticipazione delle immatricolazioni in vista di incentivi che si faranno meno generosi nel 2025. **In lieve contrazione gli investimenti fissi** (-0,1% t/t da -0,3%, la terza flessione consecutiva), appesantiti dall'ennesimo calo delle costruzioni, settore che ancora fatica a mostrare chiari segnali di stabilizzazione. **Negativo, infine, l'apporto delle scorte e del commercio estero**, quest'ultimo risente di un calo dell'export (-0,2% t/t da -0,8%) a fronte di un rimbalzo dell'import (+0,4% t/t da -0,4%). Nel complesso **il 2024 si chiude con una crescita in media annua dell'1,1%, stabile rispetto all'anno precedente. Nell'anno in corso prevediamo un rallentamento allo 0,7%** (al di sotto dello 0,9% previsto dalla Banque de France) in quanto riteniamo che il contesto di elevata incertezza domestica, soprattutto per quanto riguarda la gestione della politica economica, possa contribuire a frenare consumi privati e investimenti nella prima parte del 2025.
- Italia: l'economia risulta stagnante per il secondo trimestre consecutivo** (0,5% a/a da 0,4% precedente). Secondo il comunicato stampa rilasciato dall'Istat **il dato è sintesi di un calo del valore aggiunto nell'agricoltura e, sorprendentemente, nei servizi a fronte di una crescita per l'industria**. I dati mensili già pubblicati sono infatti compatibili con una sostanziale stagnazione della manifattura e con una più robusta espansione della produzione nelle costruzioni. Dal lato della domanda la domanda interna al lordo delle scorte ha frenato la

30 gennaio 2025

Research Department

Macroeconomic Research

Andrea Volpi

Economista - Area euro

crescita mentre risulta positivo l'apporto delle esportazioni nette. **Nel 2024 l'economia italiana rallenta allo 0,5% dopo lo 0,8% registrato nel 2023.** Le indagini di fiducia Istat di gennaio hanno offerto qualche timido segnale positivo per la prima parte dell'anno ma al momento ci aspettiamo una ripresa solo moderata nei prossimi trimestri con rischi ancora verso il basso. **Dopo un semestre di stagnazione la variazione acquisita per l'anno in corso è nulla e aumenta la probabilità di un'espansione in media annua inferiore all'1% nel 2025.**

- **Spagna:** con il terzo trimestre consecutivo di crescita allo **0,8% t/t (3,5% a/a) l'economia chiude il 2024 con un'espansione del 3,2%, in accelerazione dal 2,7% registrato nel 2023.** Si conferma la brillantezza dei consumi (1% t/t da 1,2%) a fronte di un deciso rimbalzo per gli investimenti fissi (+3,4% t/t da -1,4%) con progressi diffusi alle principali componenti ma trainati dalle spese delle imprese in macchinari e mezzi di trasporto. La domanda domestica contribuisce per 1,3pp alla crescita del PIL nel 4° trimestre a fronte di contributi negativi per scorte (-0,1pp) e commercio estero (-0,4pp). In particolare, si registra un'accelerazione dell'import (1,3% t/t da 0,9%) a fronte di una sostanziale stagnazione per l'export (0,1% t/t da 0,4%). Il dato sulle esportazioni risulta penalizzato dalle vendite di beni mentre resta robusta la dinamica dei servizi, in particolare turistici (la spesa dei non-residenti sul territorio nazionale registra infatti un solido +4,5% t/t). La robusta crescita spagnola è probabilmente spiegata anche dall'aumento della popolazione sulla scia di flussi migratori positivi: il ritmo di espansione tendenziale pro-capite nel 4° trimestre decelera di un decimo al 2,4% a/a chiudendo il 2024 con una crescita in media annua, comunque migliore rispetto alle altre principali economie europee, del 2,3%. **Pensiamo comunque che l'economia spagnola possa continuare a sovraperformare il resto dell'Eurozona nel 2025 con un ritmo di espansione intorno al 2,5%.**

Tra le altre economie si registra una decisa accelerazione in Portogallo (1,5% t/t da +0,3%), un lieve rallentamento in Belgio (0,2% t/t da 0,3%) e una stagnazione in Austria (dopo due trimestri di contrazione).

In prospettiva, ci aspettiamo che il ciclo europeo rimanga complessivamente debole anche a inizio 2025. Le indagini della Commissione Europea di gennaio hanno evidenziato un incremento dell'indice composito ESI a 95,2 da un precedente 93,7 e anche i PMI flash hanno mostrato segnali incoraggianti (50,2 da 49,6 per l'indice composito), dati compatibili con un **ritorno alla crescita del PIL, seppur su ritmi ancora modesti nel trimestre in corso (stimiamo intorno allo 0,2% t/t).**

**Dopo aver archiviato il 2024 con una crescita in media annua dello 0,7% ci aspettiamo un'espansione ancora inferiore all'1% nel 2025 (la nostra previsione corrente è di 0,9%).**

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti 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.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

## Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## 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 – in accordo con 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 società del loro 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>.

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. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com