

## Macro Rapid Response

### Eurozona: PIL in crescita allo 0,3% t/t a fine 2025

Nel 4° trimestre del 2025 il PIL in area euro è cresciuto dello 0,3% t/t, in linea con le nostre attese. Tra le principali economie, oltre alla riaccelerazione spagnola, sorprendono al rialzo i dati in Germania e Italia con una crescita allo 0,3% t/t. Decelera, in linea con le attese, la Francia. Nel 2025 l'Eurozona è cresciuta dell'1,5%: il dato ha beneficiato di alcuni fattori straordinari ma nel complesso l'economia ha dimostrato una buona capacità di tenuta ad un contesto internazionale molto incerto. In prospettiva riteniamo che l'area euro possa mantenere ritmi di crescita moderati, intorno allo 0,3% t/t in media, anche nei prossimi trimestri, compatibilmente con un'espansione in media annua di circa l'1,2% nel 2026.

**A fine 2025 in Eurozona la crescita del PIL è rimasta stabile allo 0,3% t/t, come previsto. La variazione tendenziale rallenta di un decimo all'1,3%.**

Tra le principali economie:

- **Germania: dopo un semestre di mancata crescita, nel 4° trimestre del 2025 il PIL tedesco è tornato ad espandersi di 0,3% t/t (0,4% a/a).** La lettura è un decimo al di sopra di quanto comunicato da Destatis in occasione della pubblicazione della stima annua due settimane fa. È stato anche rivisto al rialzo di un decimo il dato relativo al 1° trimestre dello scorso anno. Non è disponibile lo spaccato delle componenti (verrà rilasciato il 25 febbraio) ma sulla base del flusso di dati riteniamo che consumi e investimenti dovrebbero aver contribuito positivamente al PIL a fronte di un apporto negativo da parte delle esportazioni nette. **Nel 2025 il PIL tedesco è cresciuto dello 0,3%,** la prima espansione dopo due anni di letture negative. **Riteniamo che nel 2026 lo stimolo fiscale dovrebbe iniziare a fornire un supporto ciclico ma al momento manteniamo ipotesi caute sulle stime d'impatto e confermiamo una previsione di crescita allo 0,9% quest'anno.**
- **Francia: la crescita ha decelerato,** in linea con le attese (nostre e di consenso), **allo 0,2% t/t (1,1% a/a) da 0,5% precedente.** Come nel trimestre estivo domanda interna (+0,3pp) e commercio estero (+0,9pp) offrono contributi positivi mentre frenano la crescita, per il secondo trimestre, le scorte (-1,0pp). L'apporto del canale estero netto riflette un calo dell'import (-1,7% t/t da +1,5%) a fronte del terzo aumento consecutivo dell'export (+0,9% t/t da +3,2%). Le esportazioni continuano a beneficiare delle consegne di mezzi aeronautici e navali che si riflettono, parallelamente, anche nel calo delle scorte. Sul fronte domestico accelerano leggermente i consumi (+0,3% t/t da 0,1%) mentre rallentano spesa pubblica (+0,3% t/t da 0,7%) e investimenti (0,2% t/t da 0,7%), penalizzati dal calo di mezzi di trasporto e macchinari. **Il 2025 si chiude con una crescita in media annua in lieve rallentamento allo 0,9% dall'1,1% registrato nel 2024.** Al momento confermiamo la nostra **previsione di crescita intorno all'1% nel 2026.** Per quanto riguarda gli effetti della restrizione fiscale declinata nel budget non ci aspettiamo significativi impatti restrittivi sui nuclei familiari a fronte però di potenziali effetti negativi di medio termine sulle decisioni di investimento delle imprese.
- **Italia: con una crescita, migliore del previsto, di 0,3% t/t (0,8% t/t) l'economia italiana archivia il 2025 con un'espansione annua dello 0,7%.** Il dato è migliore rispetto alle attese. Il comunicato stampa Istat riporta come la variazione congiunturale sia sintesi di un aumento del valore aggiunto in tutti i principali comparti mentre, dal lato della domanda, le esportazioni nette dovrebbero aver frenato la crescita a fronte di un apporto positivo da parte della componente interna al lordo delle scorte. Il buon andamento della seconda parte del 2025 implica un effetto di trascinamento positivo sul 2026 di 0,3%. Inoltre, l'andamento delle indagini di fiducia a gennaio è stato in media positivo. Ciò riduce sensibilmente i rischi al ribasso sulla nostra stima (ad oggi superiore al consenso) di una crescita del PIL di 0,8% in media d'anno nel 2026.

30 gennaio 2026

Research Department

Macroeconomic Research

Andrea Volpi

Economista - Area euro

■ **Spagna: con un'accelerazione allo 0,8% t/t (2,6% a/a) dallo 0,6% estivo l'economia spagnola conferma la sovraperformance rispetto al resto dell'area euro.** Il dato è lievemente superiore alle nostre previsioni già superiori al consenso (+0,7% t/t) ma il flusso di dati relativi a fine 2025 aveva segnalato la presenza di rischi al rialzo. Lo spaccato per componenti conferma la brillantezza della crescita dei consumi delle famiglie, stabile all'1,0% t/t, mentre torna a rallentare, dopo l'anomalo balzo estivo, la spesa pubblica (0,1% t/t da 1,3%). Invariata su di un solido +2,2% t/t la formazione di capitale fisso con incrementi diffusi a macchinari (1,2% t/t da 1,9%) e costruzioni (2,7% t/t da 2,4%). Negativo invece il contributo del commercio estero con il rimbalzo dell'export (+0,8% t/t da -0,7%) che non basta a compensare l'accelerazione dell'import (1,4% t/t da 1,3%). **La Spagna chiude il 2025 con una crescita in media annua al 2,8% dopo il 3,5% del 2024. Riteniamo che nei prossimi trimestri, grazie ad una domanda interna ancora solida, l'economia spagnola possa continuare a sovraperformare le altre principali economie con un'espansione che prevediamo comunque normalizzarsi verso il 2,4% nel 2026.**

**Nel complesso, nel 2025 il PIL dell'area euro è cresciuto dell'1,5%,** il dato è indubbiamente migliore delle attese: a dicembre 2024 stimavamo un'espansione pari all'1,2% e lo scorso anno le tensioni commerciali si erano riflesse in una revisione al ribasso delle stime per tutto il consenso. Il dato ha risentito di alcuni fattori straordinari quali il front-loading in vista dell'aumento dei dazi e l'ampio apporto dei volatili dati di contabilità nazionale irlandesi. Tuttavia, lo scorso anno l'area euro ha comunque dimostrato una buona capacità di tenuta in uno scenario di elevata incertezza e **in prospettiva riteniamo che possa mantenere ritmi di crescita moderati, intorno allo 0,3% t/t in media, anche nel corso del 2026, compatibilmente con un'espansione in annua di circa l'1,2%.**

## 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 SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA 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 SpA.

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 SpA 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 Divisione IMI Corporate & Investment Banking ([www.imi.intesaspanpaolo.com](http://www.imi.intesaspanpaolo.com)) - 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 SpA 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 SpA. 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 SpA.

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 dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, 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 SpA 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 SpA, 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 e 2242 ove applicabile, 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 SpA 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 SpA all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai 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.

Intesa Sanpaolo SpA 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, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

### Intesa Sanpaolo SpA 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

Allegra Fiore

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com