

Macro Rapid Response

Eurozona: PIL rivisto al ribasso a fine 2025

La crescita del PIL nel 4° trimestre del 2025 è stata rivista al ribasso di un decimo allo 0,2% t/t per via di una contrazione più ampia rispetto a quanto precedentemente stimato della volatile economia irlandese. Lo spaccato per componenti non riserva grosse sorprese: è stata la domanda interna a guidare la crescita, a fronte di un contributo negativo da parte di esportazioni nette e scorte. In prospettiva, le indagini di fiducia sono compatibili con una crescita del PIL intorno allo 0,3% t/t a inizio 2025 mentre gli impatti derivanti dall'aumento dei prezzi energetici potrebbero iniziare a manifestarsi dal 2° trimestre ma dipenderanno dall'evoluzione del conflitto in Medio Oriente.

La limatura di un decimo della crescita del PIL in area euro nel 4° trimestre risente della revisione al ribasso della lettura irlandese, che registra una contrazione di -3,8% t/t dal -0,6% stimato in precedenza. Tra l'estate del 2024 e l'inizio 2025 l'Irlanda aveva registrato dei ritmi di crescita molto robusti (in media superiori al 5% t/t) che si sono invertiti solo parzialmente nei trimestri successivi. La tendenza d'inversione potrebbe dunque proseguire e contribuire a comprimere anche la media dell'area euro, i dati irlandesi di contabilità nazionale sono però tipicamente molto volatili e spesso soggetti a revisioni, anche piuttosto ampie; pertanto, è difficile valutare se questa tendenza possa proseguire nei prossimi trimestri. **Escludendo l'Irlanda, il PIL in Eurozona avrebbe registrato un'accelerazione di un decimo allo 0,4% t/t.**

Lo spaccato delle componenti non ha riservato particolari sorprese, in quanto già ampiamente anticipato dai dati disponibili delle principali economie. **I consumi privati hanno accelerato allo 0,4% t/t da 0,2% t/t**, archiviando il 2025 con un'accelerazione in media annua all'1,5% dall'1,3% del 2024. **La spesa pubblica ha decelerato di due decimi allo 0,5% t/t e anche gli investimenti hanno rallentato la ripesa con una crescita di 0,6% t/t da 1,3% t/t** del trimestre precedente. Il minor vigore nella formazione di capitale è dovuto all'inversione delle spese in proprietà intellettuale (-0,8% t/t da +3,1%) e alla decelerazione di macchinari e impianti (+0,3% t/t) dopo due trimestri di robusta espansione intorno all'1%. Viceversa, accelerano le costruzioni (+1,4% t/t da +0,4%) registrando anche revisioni al rialzo dei dati dei due trimestri precedenti dopo che sono state accentuati i ritmi di contrazione registrati nel 2024. Tale revisione è imputabile soprattutto alle ingenti revisioni effettuate da Istat sugli investimenti edilizi in Italia. **Le esportazioni nette hanno contribuito negativamente alla crescita del PIL per il terzo trimestre consecutivo.** Si registra un calo dell'export (-0,2% t/t da +0,8% precedente) superiore a quello dell'import (-0,2% t/t da +1,8%). **Negativo**, per un decimo, **l'apporto delle scorte.**

Al momento, le indagini di fiducia sono compatibili con una crescita del PIL intorno allo 0,3% t/t nel 1° trimestre del 2026. L'evoluzione del **conflitto in Medio Oriente** rappresenta invece il maggiore rischio al ribasso per il ciclo nei trimestri successivi. **L'impatto negativo** sull'attività economica derivante dall'aumento dei prezzi energetici **potrebbe iniziare a manifestarsi a partire dal 2° trimestre con l'entità dello shock che dipenderà dalla durata del periodo di massima intensità del conflitto e dai rischi sull'offerta legati al traffico da Hormuz.** Riteniamo che in uno **scenario** caratterizzato da un conflitto di durata non superiore a due mesi, in cui nel 2° trimestre si raggiunge un prezzo medio del Brent pari a 75 dollari al barile e una quotazione media del TTF a EUR40/MWh, l'inflazione sarebbe più alta di circa 0,3-0,4pp nel 2026. L'impatto sulla crescita annua del PIL sarebbe di 0,1-0,2pp. In questo scenario, non dovrebbero cambiare le prospettive di tassi invariati da parte della BCE per tutto il 2026. Le conseguenze su inflazione e crescita sarebbero ovviamente più ampie, con implicazioni rilevanti anche per la gestione della politica monetaria, in uno scenario più sfavorevole di conflitto prolungato caratterizzato da una chiusura dello stretto di Hormuz per diverse settimane con maggiori rischi circa l'offerta di energia.

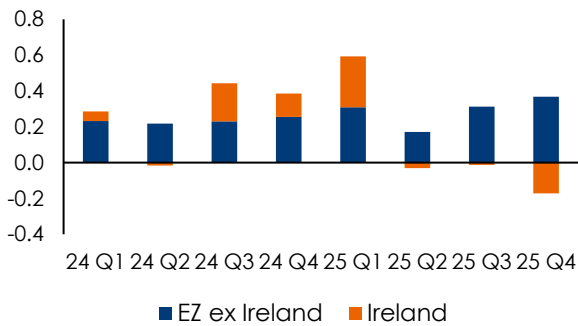
6 marzo 2026

Research Department

Macroeconomic Research

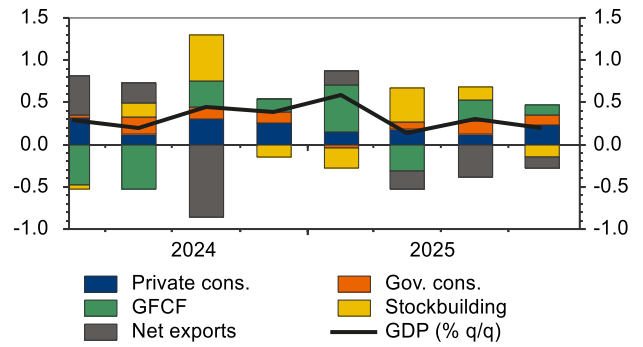
Andrea Volpi
Economista - Area euro

Dopo aver sostenuto la crescita in area euro tra fine 2024 e inizio 2025, il volatile l'apporto irlandese si sta facendo negativo



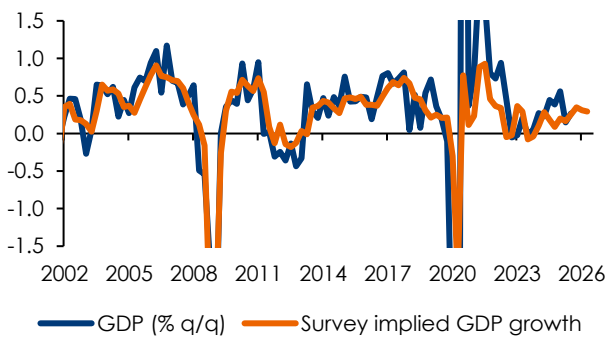
Nota: contributi alla crescita % t/t del PIL. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

La crescita a fine 2025 è stata guidata dalla domanda interna al netto delle scorte, negativo l'apporto del commercio estero



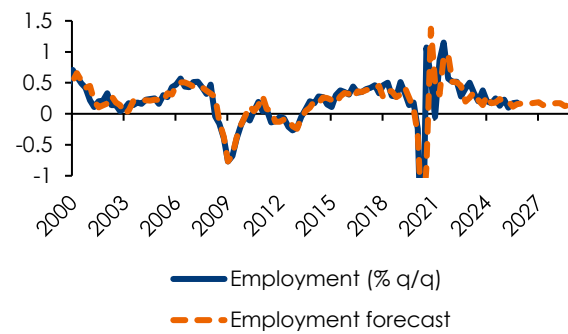
Nota: contributi alla crescita % t/t del PIL. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Le indagini restano compatibili con una crescita del PIL allo 0,3% t/t a inizio 2026, gli effetti del conflitto in Medio Oriente potrebbero iniziare a manifestarsi dal 2° trimestre



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Confermata a 0,2% t/t (0,7% a/a) la crescita dell'occupazione nel 4° trimestre del 2025. Ci aspettiamo una crescita delle assunzioni tra 0,1-0,2% t/t nei prossimi trimestri



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

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.intesasanpaolo.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 separatezza 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 AnalysisLuca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberiluca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic ResearchPaolo Mameli (Responsabile)
Riccardo Bellesia
Mario Di Marcantonio
Allegra Fiore
Alessia Gavazzi
Andrea Volpipaolo.mameli@intesasnpaolo.com
riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com
mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com
allegra.fiore@intesasnpaolo.com
alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com
