

## Macro Rapid Response

### Germania: produzione in calo anche a gennaio

La produzione industriale tedesca è calata per il secondo mese a gennaio, lasciando il settore in rotta per una contrazione nel 1° trimestre. Escludendo energia e costruzioni, entrambi in crescita, la contrazione sarebbe ancora più ampia. In calo anche gli ordini di fabbrica dopo quattro mesi di robusta crescita. Il dato è condizionato dalla normalizzazione delle grandi commesse ad elevato valore aggiunto, ma anche gli ordini core restano pressoché stazionari da oltre un anno su livelli storicamente ridotti. A fronte di indagini di fiducia positive, i dati reali invitano alla cautela e suggeriscono che la crescita potrebbe tornare a rallentare a inizio anno. Dal 2° trimestre potrebbero inoltre iniziare a manifestarsi gli impatti dei rincari energetici dovuti al conflitto in Medio Oriente. Al momento, i rischi sulla nostra previsione, già inferiore al consenso, di crescita del PIL tedesco nel 2026 appaiono rivolti verso il basso.

**La produzione industriale è calata di -0,5% m/m (-1,2% a/a) a gennaio** dopo che la flessione di dicembre è stata ridimensionata a -1% m/m (da -1,9% precedente). Si tratta della seconda contrazione consecutiva che, anche ipotizzando un rimbalzo a febbraio, lascia l'output in rotta per una diminuzione nel 1° trimestre dell'anno. L'indice di produzione industriale è tornato quindi sui minimi dallo scorso settembre, di fatto azzerando i progressi registrati nel 4° trimestre del 2025.

Tra i principali comparti, si registra un **balzo della produzione di energia** (+10,3% m/m da -1,8%), **sostenuta da temperature particolarmente rigide**. Condizioni climatiche sfavorevoli hanno invece frenato l'ingegneria civile (-7,5% m/m), calo che comunque non impedisce alla **produzione nelle costruzioni di crescere per il secondo mese** (+2,9% m/m come a dicembre). **Al netto di energia e costruzioni, il calo dell'output è ben più marcato: -2,5% m/m da -1,7% a dicembre.**

La brusca flessione manifatturiera risente prevalentemente di tre settori: metallurgia (-12,4%), farmaceutica (-11,9%) ed elettronica (-6,8%). Tra le attività più brillanti, seppur con un peso molto limitato sul valore aggiunto, si conferma la produzione di materiale militare (+8% m/m, +81,7% a/a) che opera in un contesto di eccesso di domanda ed un elevato volume di ordini inevasi.

**Tornano a calare, dopo quattro mesi di recupero, anche gli ordini di fabbrica con un calo di -11,1% m/m da +6,4% mm** precedente che riporta il livello delle commesse sui minimi dallo scorso settembre. I progressi dei mesi precedenti erano stati gonfiati dal forte incremento di singoli ordini ad elevato valore aggiunto che si sono invertiti a gennaio. In normalizzazione anche gli ordini di materiale militare (-74% m/m) dopo che nei due mesi finali del 2025 avevano registrato un balzo cumulato di oltre il 700%. **Gli ordini core, al netto delle grandi commesse, calano per il secondo mese, di -0,4% m/m da -0,7% lasciando l'indice su livelli storicamente bassi** senza chiari segnali di ripartenza per la domanda di beni industriali.

**Le indagini di fiducia relative ai primi due mesi dell'anno avevano offerto segnali incoraggianti**, compatibili con una stabilizzazione della crescita del PIL intorno allo 0,3% t/t nel 1° trimestre del 2025. Tuttavia, **i dati reali di gennaio sono risultati meno brillanti del previsto e l'indice settimanale WAI della Bundesbank segnala la presenza di rischi al ribasso** anche prima dello scoppio del conflitto in Medio Oriente. Le nuove **tensioni geopolitiche** dovrebbero iniziare a pesare sulla fiducia a partire da marzo e **riflettersi sui dati di attività a partire dal 2° trimestre**, con i più recenti sviluppi sui prezzi di petrolio e gas naturale che potrebbero configurare uno scenario macroeconomico più sfavorevole rispetto a quello prevalente la scorsa settimana. **I rischi sulla nostra previsione di crescita del PIL tedesco nel 2026, già inferiore al consenso, appaiono al momento orientati verso il basso.**

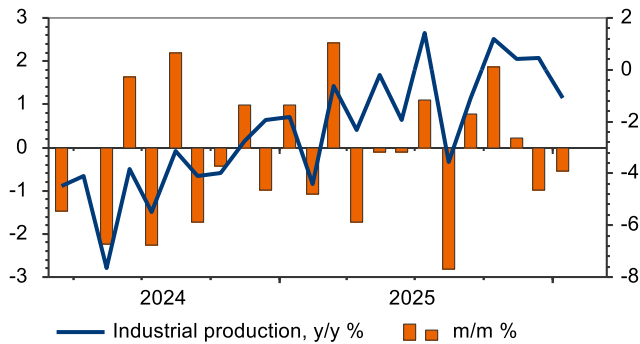
9 marzo 2026

Research Department

Macroeconomic Research

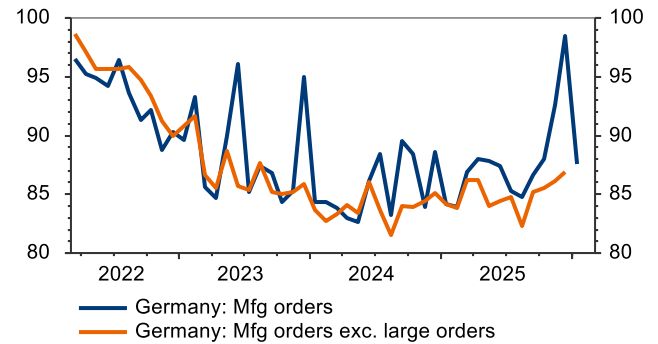
Andrea Volpi  
Economista - Area euro

**Produzione industriale in calo per il secondo mese a gennaio, sostanzialmente azzerati i progressi del 4° trimestre del 2025**



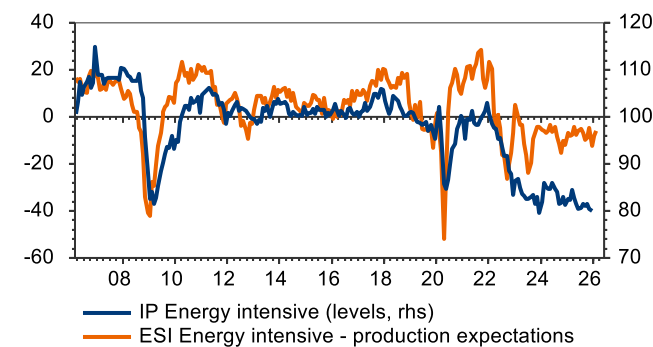
Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis

**Tornano a calare gli ordini dopo quattro mesi di recupero, deboli anche le commesse core su livelli storicamente ridotti**



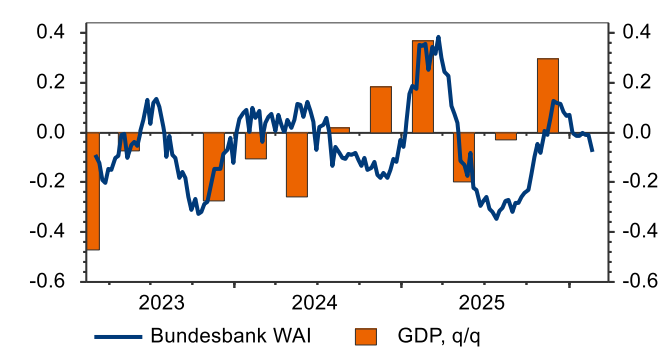
Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis

**I settori energivori, i più esposti al conflitto in Medio Oriente, non si sono ancora ripresi dal precedente shock energetico**



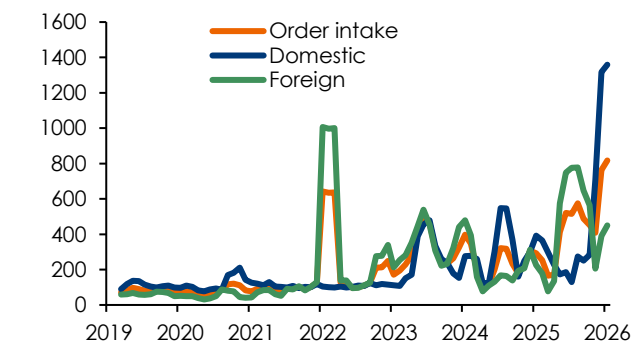
Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis, EU Commission DG Ecofin

**L'indice WAI della Bundesbank segnala la presenza di rischi al ribasso sulla crescita del PIL a inizio anno**



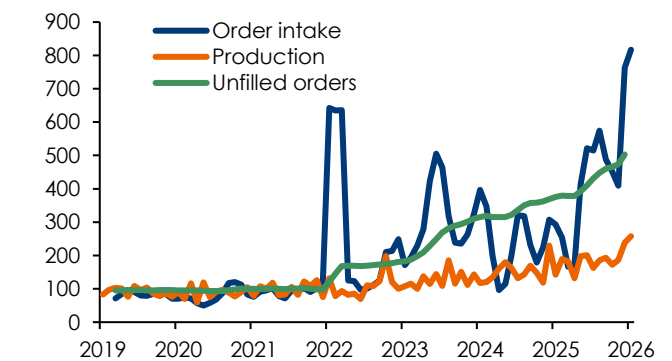
Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis

**Gli ordini di materiale militare sono calati a gennaio ma la media a 3 mesi conferma l'accelerazione della spesa tedesca in difesa**



Nota: media mobile a 3 mesi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis

**In accelerazione la produzione di materiale militare ma ancora fatica a tenere il passo con gli ordini**



Nota: media mobile a 3 mesi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis



## 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](http://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 Analysis**Luca Mezzomo (Responsabile)  
Alessio Tiberiluca.mezzomo@intesasnpaolo.com  
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com**Macroeconomic Research**Paolo Mamei (Responsabile)  
Riccardo Bellesia  
Mario Di Marcantonio  
Allegra Fiore  
Alessia Gavazzi  
Andrea Volpipaolo.mamei@intesasnpaolo.com  
riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com  
mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com  
allegra.fiore@intesasnpaolo.com  
alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com  
andrea.volpi@intesasnpaolo.com