

## Macro Rapid Response

### Germania IFO: un'indagine ancora recessiva

A febbraio l'indice IFO è salito, in linea con le attese, a 85,5 da un precedente 85,2. L'indicatore delle condizioni correnti è rimasto invariato a 86,9 mentre le aspettative sono aumentate a 84,1 da 83,5. Ieri il PMI composito è sceso inaspettatamente a causa di un deludente deterioramento della fiducia manifatturiera. I dati pubblicati oggi hanno confermato che il PIL si è contratto di -0,3% t/t nel quarto trimestre del 2023, trascinato al ribasso dalla debolezza degli investimenti. Nel complesso, la tornata di sondaggi di febbraio non modifica la nostra previsione secondo cui l'economia tedesca entrerà in recessione all'inizio del 2024.

**L'indice IFO è leggermente migliorato** dopo essere sceso per due mesi consecutivi, **ma rimane su livelli compressi e ben al di sotto della media storica**, compatibilmente con uno scenario ancora recessivo per l'economia tedesca. Inoltre, il lieve miglioramento delle aspettative non è sufficiente a renderci più ottimisti su una ripresa nei prossimi mesi.

**Anche lo spaccato settoriale non è particolarmente incoraggiante.** Nel settore **manifatturiero** il morale è ulteriormente peggiorato (-17,4 da -15,8) in un contesto di contrazione della produzione, debolezza della domanda, progressivo esaurimento degli arretrati e aumento delle scorte di prodotti finiti. Nel settore delle **costruzioni** (-35,4 da -35,8) sembra improbabile un'inversione di tendenza nei prossimi mesi, poiché i costi di finanziamento rimangono elevati e continuano a frenare la domanda, mentre i dati sui permessi di costruzione non presuppongono ancora una ripresa degli investimenti residenziali. Anche la fiducia del **commercio al dettaglio** è rimasta negativa (-27,6 da -26,6) con consumatori riluttanti a spendere nonostante l'aumento dei salari (anche in termini reali) mentre gli esercenti segnalano preoccupazioni per l'aumento del costo del lavoro. Infine, rispetto agli altri settori, la fiducia delle imprese è più alta nei **servizi** (-4,1 da -4,8) ma è lontana dall'essere brillante e anche il piccolo aumento registrato a febbraio non è ancora coerente con una riaccelerazione nel breve termine.

Ieri il **PMI servizi** è rimbalzato a 48,2 da un precedente 47,7 (ancora ben al di sotto della soglia di invarianza), ma il **PMI manifatturiero** ha registrato un deludente calo a 42,3 da 45,5, interrompendo una striscia di crescita di sei mesi. Il **PMI composito** è sceso a 46,1 da 47, confermando un quadro ancora piuttosto negativo per un'economia tedesca che non riesce a scrollarsi di dosso la recessione.

**I dati diffusi questa mattina hanno confermato che il PIL è sceso del -0,3% t/t (-0,2% a/a) nel quarto trimestre, contraendosi in media di -0,1% nel 2023.** La formazione di capitale fisso è calata bruscamente (-1,9% t/t da +0,2%), per via di un ulteriore calo degli investimenti in costruzioni (-1,7% t/t da -0,8%) e in macchinari (-3,5% t/t dal precedente +1,4%). I consumi privati sono aumentati solo leggermente (+0,2% t/t da zero) mentre le scorte hanno contribuito negativamente (-0,1pp). L'apporto complessivo del commercio estero è stato nullo, in quanto le esportazioni sono scese di -1,6% t/t e le importazioni di -1,7% t/t. Nei prossimi trimestri, la ripresa del potere d'acquisto potrebbe sostenere i consumi, mentre investimenti ed esportazioni rimarranno deboli, ostacolati dagli effetti ritardati della politica monetaria e dalla debolezza del commercio globale.

Nel complesso, **le indagini di febbraio confermano la nostra opinione che la Germania entrerà in una recessione tecnica nel 1° trimestre** (come peraltro suggerito dalla Bundesbank nel suo rapporto mensile). Il governo ha recentemente ridotto la previsione di crescita del PIL per quest'anno allo 0,2%, in linea con le nostre stime. Riteniamo che i rischi siano soprattutto al ribasso, in quanto la proiezione si basa su una riaccelerazione nel secondo semestre, che non è scontata.

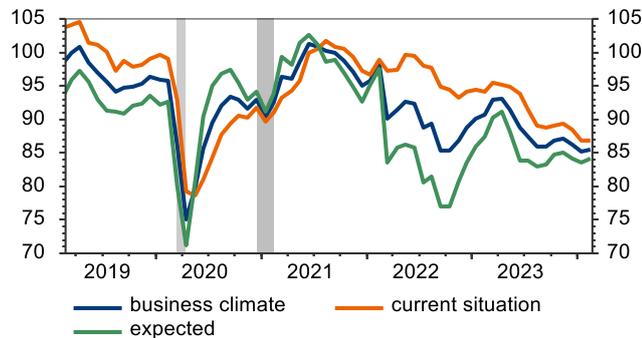
23 febbraio 2024

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

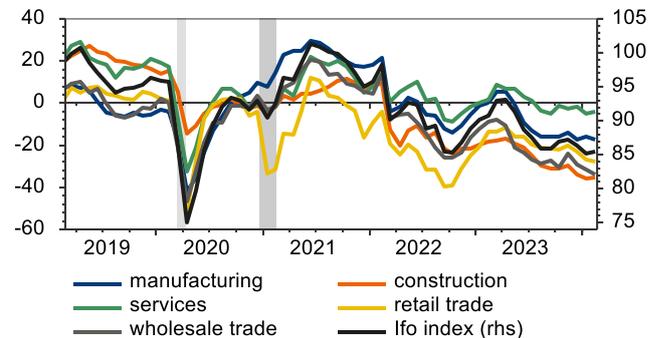
**Andrea Volpi**  
Economista - Area euro

**L'IFO è risalito leggermente a febbraio. Stabile la valutazione delle condizioni corrente mentre salgo lievemente le aspettative**



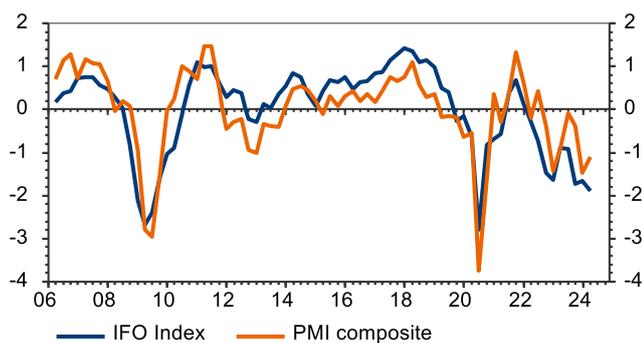
Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO

**Lo spaccato dell'indagine conferma un quadro di debolezza diffuso a tutti i principali settori**



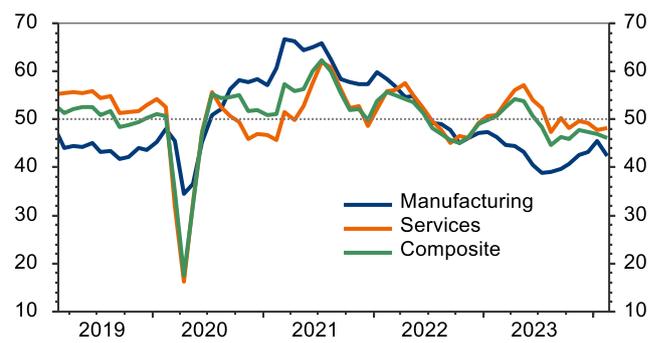
Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO

**IFO e PMI coerenti con un'economia tedesca in recessione a inizio 2024**



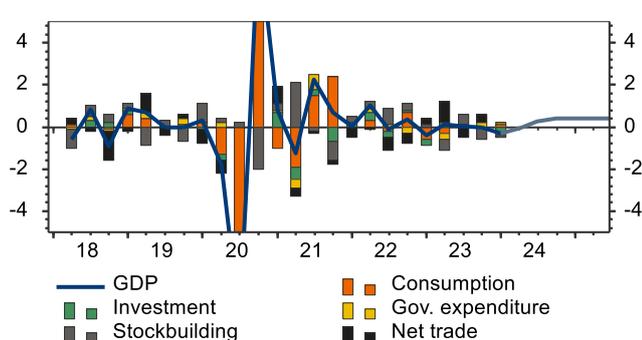
Nota: indici standardizzati. Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO, S&P Global

**I PMI di febbraio sono stati penalizzati da un pesante calo dell'indice manifatturiero**



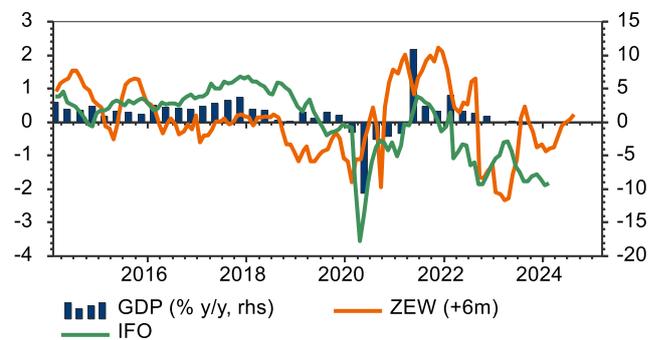
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

**Gli Investimenti hanno frenato il PIL a fine 2023, i consumi sono saliti lievemente e l'apporto delle esportazioni nette è stato nullo**



Nota: contributi alla crescita % t/t del PIL. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Destatis

**Il miglioramento delle aspettative dell'indagine ZEW è spiegato da attese di tagli dei tassi**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis, IFO, ZEW

## 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.

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 15c-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 Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche 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 – facendo riferimento a 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 loro società del 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>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

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 S.p.A. 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 Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

[luca.mezzomo@intesasnpaolo.com](mailto:luca.mezzomo@intesasnpaolo.com)

[alessio.tiberi@intesasnpaolo.com](mailto:alessio.tiberi@intesasnpaolo.com)

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

[paolo.mameli@intesasnpaolo.com](mailto:paolo.mameli@intesasnpaolo.com)

[mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com](mailto:mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com)

[andrea.volpi@intesasnpaolo.com](mailto:andrea.volpi@intesasnpaolo.com)