

## Macro Rapid Response

### PMI area euro: i servizi sollevano dubbi sulla tenuta della domanda domestica

22 maggio 2025

A maggio l'indice PMI composito relativo al complesso dell'area euro è tornato al di sotto della soglia d'invarianza appesantito da un nuovo peggioramento dei servizi che oscura il quinto, sia pur modesto, progresso consecutivo registrato dalla manifattura. Sulla base della relazione storica con l'attività economica il livello dei PMI è compatibile con un'economia sostanzialmente stagnante nel 2° trimestre.

Research Department

**A maggio il PMI composito relativo all'aggregato dell'Eurozona è sceso a 49,5 da 50,4, al di sotto della soglia d'invarianza per la prima volta da fine 2024.** La lettura risente soprattutto del peggioramento del **PMI servizi a 48,9 da 50,1**, in calo per il secondo mese, e su livelli compatibili con una contrazione dell'attività nel settore sui minimi da inizio 2024. Al contrario, proseguono i segnali di stabilizzazione industriale con il **PMI manifatturiero** che è **creciuto per il quinto mese** portandosi a **49,4 da 49**, il livello più alto dall'agosto del 2022.

Macroeconomic Research

**Andrea Volpi**  
Economista - Area euro

Nel **settore industriale** è probabilmente prematuro valutare se i segnali di ripresa siano ancora dovuti alla volatilità degli annunci sulla politica commerciale statunitense oppure se effettivamente spiegati da una stabilizzazione della domanda sulla scorta dei tagli dei tassi. Nel complesso però lo spaccato dell'indagine è favorevole: accelera leggermente il ritmo di crescita della produzione e l'indice relativo agli ordini torna sulla soglia d'invarianza per la prima volta in tre anni. Anche le indicazioni sugli acquisti di input produttivi sembrano aver superato il punto di minimo. In sintesi, almeno sulla base della relazione storica, i recenti dati sulla fiducia manifatturiera sembrano essere compatibili con una ripresa ciclica, su ritmi comunque modesti, della produzione industriale nei prossimi mesi.

**Più preoccupante** invece **la rilevazione sui servizi dove si moltiplicano i segnali di rallentamento della domanda e di indebolimento delle aspettative sull'attività futura.** I dubbi sulla tenuta del settore si riflettono anche in una decelerazione della crescita occupazionale. La frenata dei servizi rimane difficile da leggere: si potrebbe argomentare che parte della debolezza provenga dalla logistica internazionale, potenzialmente esposta alle tensioni commerciali, ma il comunicato stampa rilasciato con la pubblicazione dell'indagine segnala come sia soprattutto la domanda interna di servizi a trascinare verso il basso il settore.

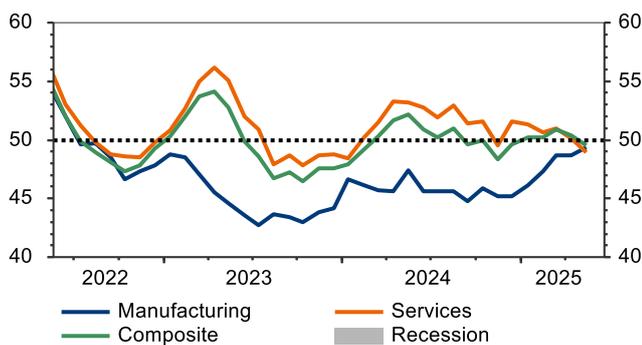
**La debolezza della domanda interna di servizi si traduce in un rallentamento della crescita dei prezzi di vendita** con l'indice relativo in discesa a 52,5 da 52,9, un minimo dallo scorso settembre. Nell'industria il calo dei listini (49,0 da 51,3) è probabilmente spiegato dai recenti cali dell'energia che contribuiscono a tenere sotto controllo i costi di produzione.

In **Germania** il PMI composito è calato per il secondo mese a 48,6 da 50,1, al di sotto della soglia d'invarianza per la prima volta nel 2025. La delusione proviene, come nello scorso mese, dai servizi (47,2 da 49). Il PMI manifatturiero sale solo modestamente a 48,8 da 48,4, un massimo da quasi tre anni ma su livelli ancora compatibili con una contrazione del settore. Nel complesso, **le indagini invitano alla cautela e, dopo essere tornata a crescere a inizio anno, l'economia tedesca potrebbe risultare sostanzialmente piatta nel corso del 2025** mentre l'atteso stimolo fiscale non dovrebbe iniziare a riflettersi sull'economia prima del prossimo anno. La dicotomia tra un 2025 ancora debole e un 2026 che, almeno in teoria, potrebbe segnare il cambio di passo per l'economia tedesca è evidente nell'indice di fiducia economica IFO che sale a 87,5 da 86,9 sostenuto dalle aspettative (88,9 da 87,4) a fronte di valutazioni circa la situazione corrente in lieve calo (86,1 da 86,4).

In **Francia** il PMI composito è salito a 48 da un precedente 47,8 recuperando il livello toccato a marzo. I progressi sono stati trainati dalla manifattura (49,5 da 48,7, sui massimi da inizio 2023), a fronte di un indice servizi poco variato (47,4 da 47,3). Tipicamente però per la Francia i PMI non sono tra i migliori indicatori coincidenti e anticipatori del ciclo e **l'indagine INSEE pubblicata questa mattina ha offerto segnali meno incoraggianti con un calo piuttosto netto della fiducia nei servizi (95 da 98) e nell'industria (97 da 100)**. Non è da escludere che le letture possano però, come suggerito dall'indagine della Banque de France della scorsa settimana, aver risentito di anomalie stagionali legate al posizionamento delle festività che hanno influito sui giorni lavorativi ma nel complesso **le indagini suggeriscono che l'economia francese dovrebbe risultare poco brillante anche nel 2° trimestre**.

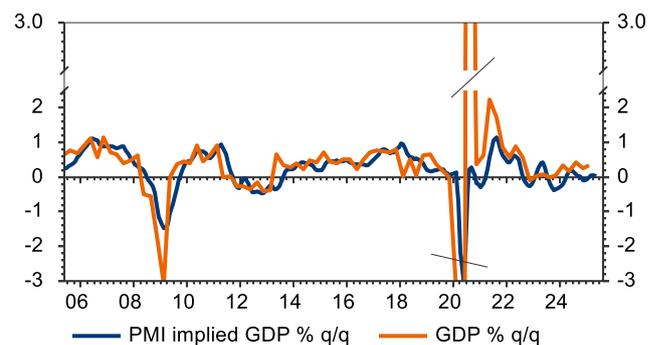
Nel complesso i **PMI di maggio supportano la nostra previsione per cui, dopo un inizio d'anno leggermente migliore delle attese, l'economia dell'area euro possa tornare a rallentare nei trimestri centrali dell'anno** (tra zero e 0,1% t/t).

**Frenano i servizi a maggio, prosegue la risalita del PMI manifatturiero**



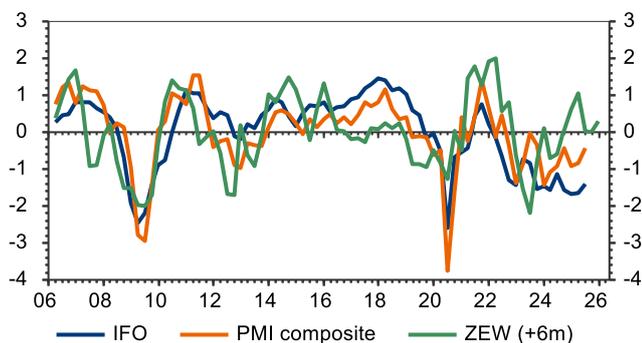
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

**Il livello medio del PMI composito è compatibile con un'economia europea stagnante nel 2° trimestre**



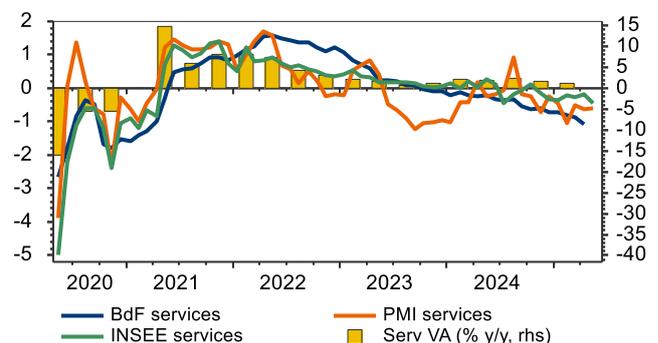
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

**Germania: il punto sulle indagini di fiducia**



Nota: dati standardizzati espressi in media mobile a 3 mesi. Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO, ZEW, S&P Global

**Germania: il punto sulle indagini di fiducia (servizi)**



Nota: i dati sulle indagini di fiducia sono standardizzati espressi in media mobile a 3 mesi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Banque de France, INSEE, S&P Global

## 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 Profetico 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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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@intesasanpaolo.com

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

andrea.volpi@intesasanpaolo.com