

## Macro Rapid Response

### Area euro: risale l'ESI a maggio ma su livelli ancora compatibili con un rallentamento della crescita nel Q2

27 maggio 2025

Research Department

Macroeconomic Research

Andrea Volpi  
Economista - Area euro

A maggio l'indice composito ESI di fiducia economica della Commissione Europea è salito a 94,8 da un precedente 93,8. Su base settoriale rimbalza il morale in tutti i principali settori ad eccezione dei servizi dove peggiora per il quarto mese consecutivo, un segnale non particolarmente incoraggiante per la tenuta della domanda interna. Le indagini mostrano inoltre segnali di allentamento delle pressioni inflattive, servizi compresi dove però restano su livelli elevati. Nel complesso le indagini PMI e della Commissione Europea finora disponibili sono compatibili con un rallentamento della crescita del PIL in area euro a 0,1% t/t nel 2° trimestre del 2025.

**A maggio l'indice composito ESI di fiducia economica della Commissione Europea è salito**, più delle attese, **a 94,8 da un precedente 93,8 (rimanendo comunque al di sotto del livello di marzo)**. I progressi riguardano l'**industria** (-10,3 da -11), le **costruzioni** (-3,6 da -4,1) e il **commercio al dettaglio** (-7 da -8,9) a fronte di una, seppur lieve, **correzione per i servizi** (1,5 da 1,6). Confermato il miglioramento della fiducia dei consumatori (-15,2 da -16,6).

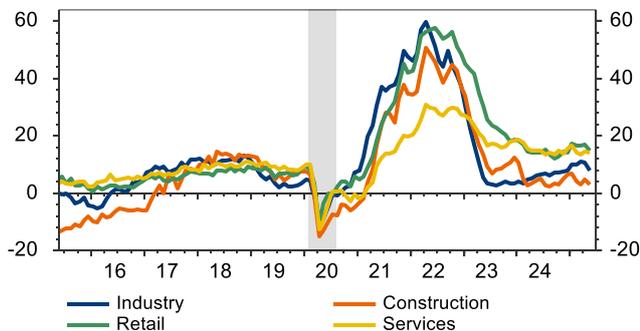
Gli indici sulla fiducia sono quindi tornati a salire dopo che ad aprile erano stati probabilmente condizionati dagli eventi del Liberation Day e l'incertezza associata. In particolare, l'industria, teoricamente il settore più esposto ai dazi, registra un miglioramento non solo degli ordini e della produzione corrente (che potrebbero essere ancora spiegati dall'anticipazione delle consegne verso gli Stati Uniti per quei settori, come la farmaceutica, non ancora colpiti da tariffe) ma anche delle aspettative per la produzione futura (su livelli comunque bassi in prospettiva storica e circa in linea con la media del 2° semestre dello scorso anno). In sintesi, **le indagini manifatturiere sembrano suggerire come il settore abbia probabilmente superato il punto di minimo ma, viste le incognite che aleggiano sullo scenario globale, riteniamo che la ripresa nei prossimi mesi risulterà comunque non particolarmente brillante**.

Come per i PMI della scorsa settimana i segnali più preoccupanti e, in qualche modo, sorprendenti emergono dai **servizi** dove **la fiducia delle imprese cala per il quarto mese consecutivo assestandosi su di un minimo da 4 anni**. In particolare, **peggiorano le valutazioni sia sulla domanda corrente che su quella attesa**. Lo spaccato settoriale dei servizi è tipicamente molto volatile e tra marzo e aprile il posizionamento delle festività pasquali ha molto probabilmente giocato un ruolo non indifferente. La media della fiducia per comparto nei primi 2 mesi del 2° trimestre evidenzia comunque un peggioramento abbastanza diffuso compatibile con un rallentamento dell'attività nel settore nei trimestri centrali dell'anno.

**In calo le intenzioni sui prezzi praticati in tutti i settori**: industria (7,9 da 10,6), costruzioni (3 da 4,6), commercio (14,9 da 17) e anche servizi (14,2 da 14,5, sia pur su livelli ancora elevati). **Anche i consumatori ridimensionano le proprie attese sui prezzi nei prossimi 12 mesi dopo tre rialzi consecutivi ma continuano a percepire l'inflazione corrente come molto elevata** (una possibile ragione per cui le famiglie sono ancora molto caute nelle decisioni di spesa).

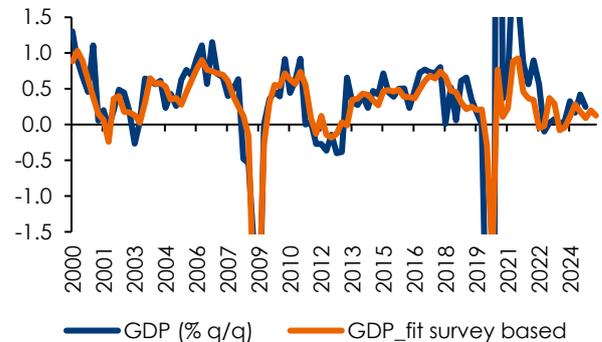
In sintesi, nonostante il progresso di maggio **il livello dell'ESI rimane al di sotto della media storica e inferiore a quella registrata nei primi tre mesi dell'anno**. **PMI composito e ESI sono al momento compatibili con una crescita del PIL in area euro di 0,1% t/t nel 2° trimestre del 2025**. **I più recenti sviluppi ciclici dovrebbero permettere alla BCE di continuare a tagliare i tassi**. Una mossa da 25pb la prossima settimana è praticamente scontata mentre lo scenario d'inflazione e i rischi al ribasso sulla crescita stanno rendendo sempre più probabile un punto di arrivo a 1,75% per il tasso sui depositi a settembre.

**Calano le aspettative sui prezzi praticati in tutti i principali settori, servizi compresi**



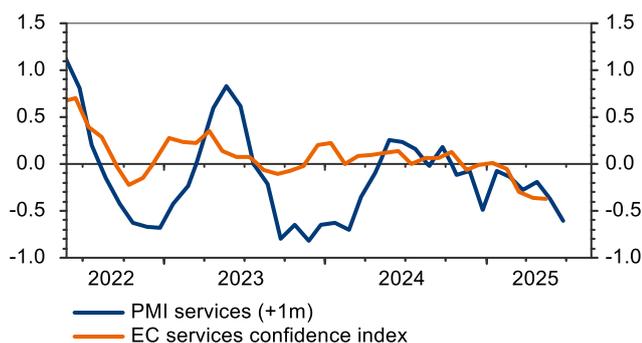
Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

**PMI composito e ESI sono compatibili con una crescita del PIL in area euro di 0,1% t/t nel 2° trimestre**



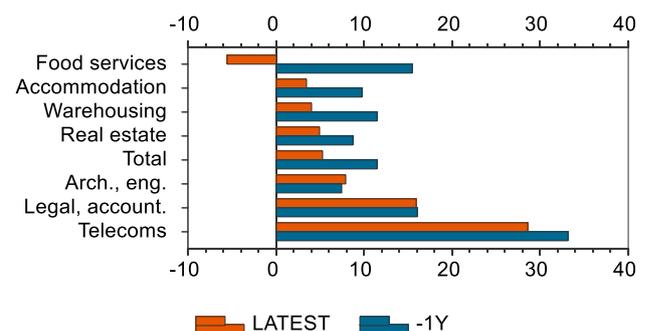
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Indagini della Commissione Europea e PMI offrono segnali di rallentamento per l'attività nei servizi**



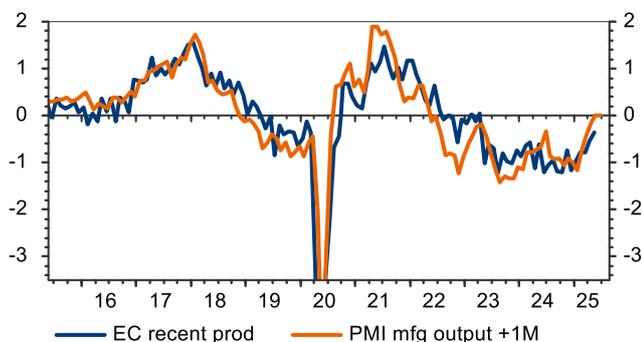
Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin, S&P Global

**Domanda attesa per settore nei servizi rispetto ad un anno prima**



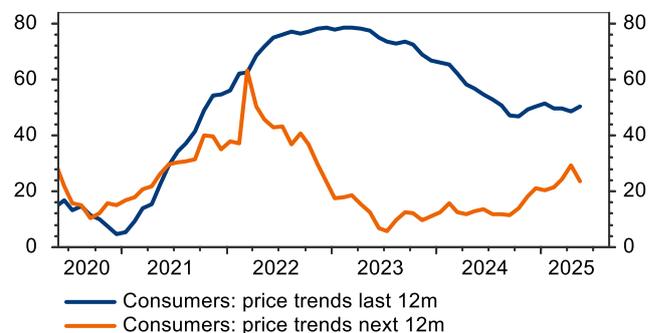
Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

**L'industria potrebbe aver superato il punto di minimo**



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin, S&P Global

**L'inflazione percepita dai consumatori resta elevata. Le aspettative a 1 anno tornano a calare dopo 3 mesi di salita**



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

## 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.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, 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.intesasnpaolo.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.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 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@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com