

Macro Rapid Response

PMI area euro: miglioramento in linea con le attese

A luglio il PMI composito rileva un'espansione coerente con le nostre attese, più in virtù dei servizi, che hanno ormai assorbito il rallentamento dei dati di aprile-maggio, che per via della manifattura. La prospettiva su quest'ultimo settore rimane incerta, in quanto divisa tra lo stimolo alla domanda aggregata - derivante dalla politica monetaria e dalle attese per il supporto fiscale tedesco - e l'incertezza relativa alla politica commerciale americana, che potrebbe frustrare la domanda globale. I progressi rilevati nell'Eurozona sembrano essere stati trainati più da Italia e Spagna, che da Francia e Germania. I dati sui prezzi confermano il proseguimento del percorso di normalizzazione per l'inflazione servizi. Il nostro scenario di ripresa a ritmi ancora contenuti, intorno all'1% nel biennio 2025-26, rimane invariato.

Nell'Eurozona il PMI composito si conferma in territorio espansivo rispetto al mese precedente (a 51 da 50,6 e circa in linea con le nostre attese di 50,9); è il secondo aumento mensile consecutivo che porta l'indice su di un massimo da agosto 2024. Inoltre, **si rilevano un maggiore ritmo di espansione nei servizi** (a 51,2 da 50,5) superiore alle attese, **e una minore contrazione nella manifattura**, che registra un massimo da luglio 2022 riavvicinandosi alla soglia d'invarianza (a 49,8 da 49,5). Da un lato, nei servizi il progresso sembrerebbe essere coerente con l'ipotesi di un effetto meramente transitorio e psicologico che ha gravato sui dati di aprile-maggio nel terziario, e dall'altro nella manifattura continua a gravare un quadro di luci ed ombre. Quest'ultima, pur avendo superato il punto di minimo sostenuta dall'allungamento dei tempi di consegna e da segnali incoraggianti circa gli acquisti di input produttivi, rimane in contrazione per quanto concerne gli ordini e registra un (sia pur solo marginale) rallentamento dell'espansione nell'attività produttiva per il secondo mese consecutivo.

In **Francia il PMI composito è risalito leggermente** (49,6 da 49,2), un massimo dallo scorso agosto. Si registrano modesti progressi sia per la manifattura (48,4 da 48,1) e che per i servizi (49,7 da 49,6). **Lo spaccato dell'indagine è però meno incoraggiante**: nell'industria peggiora il giudizio sugli ordini e aumentano le scorte di merce invenduta mentre nei servizi si deteriora sia l'attività corrente che le aspettative. Il comunicato stampa segnala come siano soprattutto le preoccupazioni per una nuova ondata di austerità fiscale e l'associata incertezza politica a pesare sul morale delle imprese. In **Germania il PMI composito risulta poco variato** (50,3 da 50,4) ma la lettura è sorprendente in quanto migliorano sia l'indice manifatturiero (49,2 da 49) che quello relativo ai servizi (50,1 da 49,7). In particolare, il PMI manifatturiero ha toccato un massimo da ben tre anni nonostante il rallentamento di ordini e produzione. Nei servizi invece torna ad espandersi l'attività dopo quasi un anno di contrazione e migliorano le aspettative. **In sintesi, se in questa fase l'economia francese sembra essere la più debole, penalizzata dall'incertezza domestica, proseguono i segnali di ripresa, seppur da bassi livelli di partenza, per quella tedesca. Il comunicato stampa segnala inoltre una decisa accelerazione dell'attività nel resto dell'Eurozona.**

Per quanto riguarda le pressioni inflattive **tornano a rallentare sia i prezzi di vendita che i costi di produzione nei servizi con gli indici relativi che si assestano su livelli simili a quelli registrati prima della pandemia**. Questi segnali sono incoraggianti per la BCE e compatibili con un proseguimento del percorso di normalizzazione dell'inflazione sottostante nei prossimi mesi.

Il livello del PMI composito sarebbe compatibile con una crescita del PIL in Eurozona intorno allo 0,1% t/t. Negli ultimi trimestri però la relazione tra crescita economica e indagini si è decisamente allentata e gli indici di diffusione (anche per ragioni metodologiche di calcolo) non hanno apprezzato appieno l'impatto del processo di front-loading delle consegne verso gli Stati Uniti e di conseguenza difficilmente tengono pienamente conto della sua inversione. Continuiamo

24 luglio 2025

Research Department

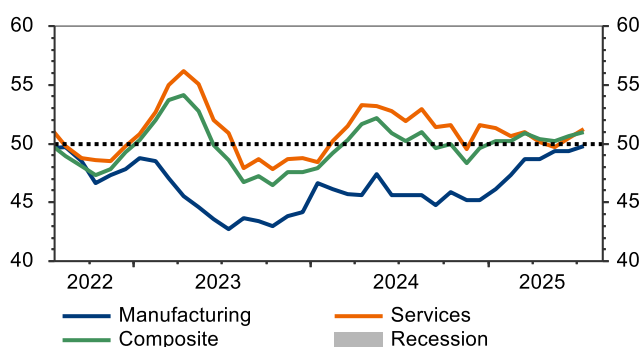
Macroeconomic Research

Giorgio Ucropina
Economista - Area euro

Andrea Volpi
Economista - Area euro

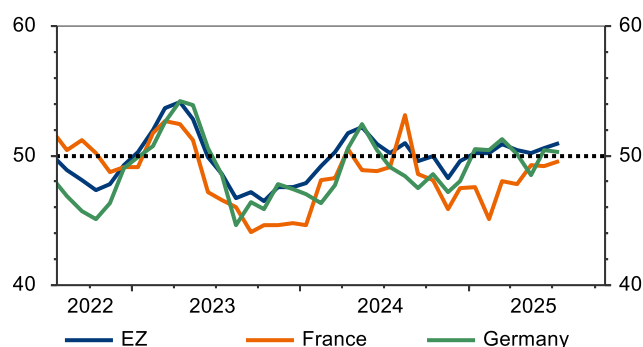
quindi a ritenere che **i fattori straordinari che hanno sostenuto l'attività a inizio anno dovrebbero essersi invertiti nel 2° trimestre quando la crescita del PIL potrebbe risultare stagnante se non leggermente negativa**. In prospettiva il calo dei tassi e un mercato del lavoro ancora in buona salute sono compatibili con una ripresa della domanda interna nei prossimi mesi. Tuttavia, anche ipotizzando che venga raggiunto un accordo con dazi al 15%, l'inasprimento delle barriere commerciali e il rallentamento degli scambi internazionali dovrebbero iniziare a pesare sui dati a partire dai prossimi mesi per toccare un picco a inizio 2026. **In sintesi, il nostro scenario di ripresa a ritmi ancora contenuti, intorno all'1% nel biennio 2025-26, rimane invariato.**

PMI area euro: la manifattura si riavvicina alla soglia d'invarianza, recuperano i servizi dopo le deludenti letture di aprile-maggio



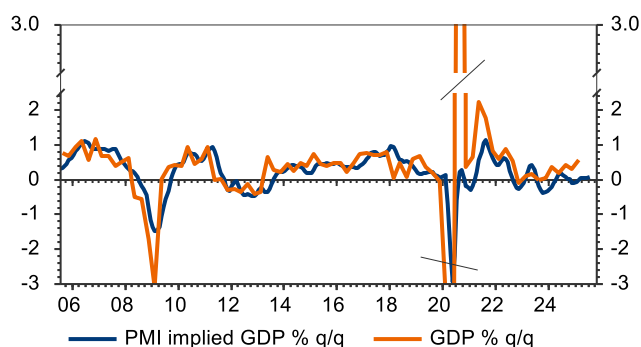
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Poco variati gli indici compositi in Francia e Germania, il progresso di luglio è stato trainato dal resto dell'Eurozona



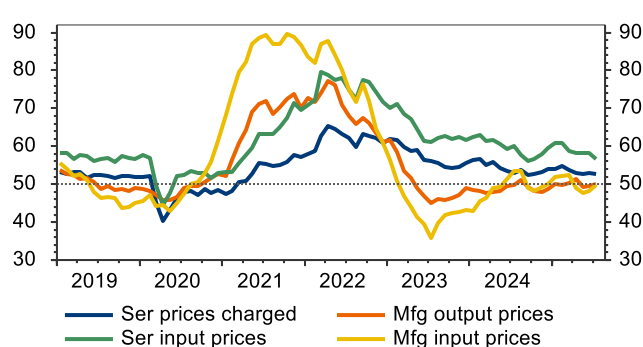
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Sulla base della relazione storica il livello del PMI composito sarebbe compatibile con una crescita del PIL di 0,1% t/t



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat e S&P Global

Rallenta la crescita dei prezzi, pagati e ricevuti, nei servizi, ormai prossimi ai livelli pre-Covid



Fonte: Intesa Sanpaolo, 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 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 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)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Allegra Fiore

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com