

Macro Rapid Response

Germania: migliora l'IFO, ma crescita anemica

A luglio l'indice IFO è salito a 88,6 da 88,4 precedente, con progressi modesti sia per la situazione corrente (a 86,5 da 86,2) che per le aspettative (a 90,7 da 90,6 rivisto): il primo indicatore registra comunque un massimo da agosto 2024, mentre il secondo rileva un massimo da più di due anni a questa parte. Nel complesso, sia l'IFO che il PMI offrono segnali di ripresa del ciclo tedesco, seppur da bassi livelli di partenza e sotto il vincolo di una crescita anemica nei trimestri centrali dell'anno. Su base settoriale a luglio il miglioramento è limitato alla manifattura e alle costruzioni, mentre correggono servizi e commercio. Il nostro scenario prevede una crescita del PIL allo 0,3% nel 2025 e un'accelerazione ad almeno l'1% nell'anno seguente quando l'impatto dello stimolo fiscale potrebbe iniziare a trasferirsi all'economia reale.

A luglio l'indice di fiducia IFO è salito a 88,6 da 88,4 precedente, segnando un massimo da giugno 2024 e registrando dunque un prosieguo, da otto mesi a questa parte, della sua tendenza ascendente. Il miglioramento risulta trainato dai giudizi sulla situazione corrente, che migliorano a 86,5 da 86,2 precedente, e registrano dunque un massimo da agosto 2024. Le aspettative sono invece poco variate, poiché archiviano luglio con un miglioramento di un decimo, a 90,7 da 90,6 rivisto, ma pur sempre raggiungendo un massimo da oltre due anni.

Le aspettative, che avevano trainato il morale nei mesi scorsi, continuano probabilmente a beneficiare delle attese di stimolo fiscale. È possibile che i giudizi sulla situazione corrente stiano iniziando a beneficiare dell'implementazione delle prime misure espansive da parte del governo a fronte di un impatto dei dazi che al momento non sembra ancora significativo.

A livello settoriale, **la manifattura migliora** (a -11,8 da -13,9 precedente) **per il combinato disposto dei giudizi sulla situazione corrente e delle aspettative**, ma l'attività e gli ordini rimangono deboli pur avendo ormai archiviato il loro punto di minimo. Anche **le costruzioni** (a -14 da -15,1) **riflettono la dinamica virtuosa di un miglioramento delle attese** (probabilmente guidato dalle aspettative per il fondo speciale di investimenti infrastrutturali) **e dei giudizi sulla situazione corrente** (che potrebbe derivare dal sostegno offerto dal calo dei tassi alla domanda di mutui). Al contrario, **i servizi peggiorano** (a 2,7 da 3,8) traducendo la dinamica negativa delle opinioni sulla situazione corrente e della revisione moderatamente a ribasso delle aspettative. Infine, ai servizi segue il peggioramento del commercio (a -20,2 da -19,2) penalizzato da quello al dettaglio.

Nel complesso, sia l'IFO che il PMI segnalano una ripresa del ciclo tedesco, seppur da bassi livelli di partenza e sotto il vincolo di una crescita anemica: l'unica divergenza si registra nelle indagini sui servizi, che peggiorano nell'indagine IFO e migliorano con il PMI.

Continuiamo quindi ad attenderci ritmi di crescita piuttosto modesti almeno fino a fine anno quando, anche in un contesto di recupero per la domanda domestica, l'impatto dei dazi (al momento poco visibile) potrebbe farsi più tangibile (tariffe intorno al 15% potrebbero costare circa 0,4 punti di PIL). Infatti, una recente indagine dello stesso IFO ha rivelato che su un campione di 1500 aziende tedesche circa il 60% dichiara di essere colpita negativamente dai dazi, mentre il 14% delle aziende ritiene che le conseguenze siano addirittura molto negative. **Confermiamo dunque la nostra previsione di crescita del PIL allo 0,3% quest'anno prima di un'accelerazione ad almeno l'1% nel 2026 quando l'impulso fiscale inizierà a trasferirsi all'economia reale.**

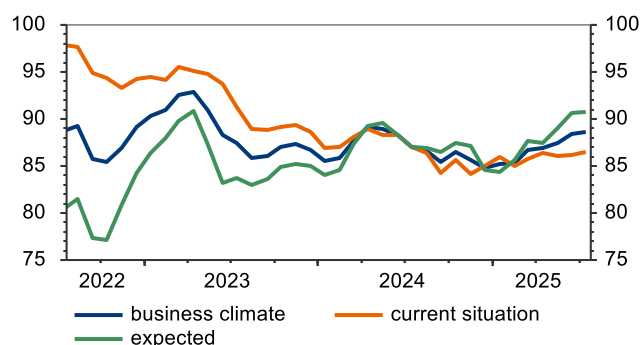
25 luglio 2025

Research Department

Macroeconomic Research

Giorgio Ucropina
Economista - Area euro

Lieve incremento per l'IFO a luglio con progressi solo modesti sia per la situazione corrente che per le aspettative



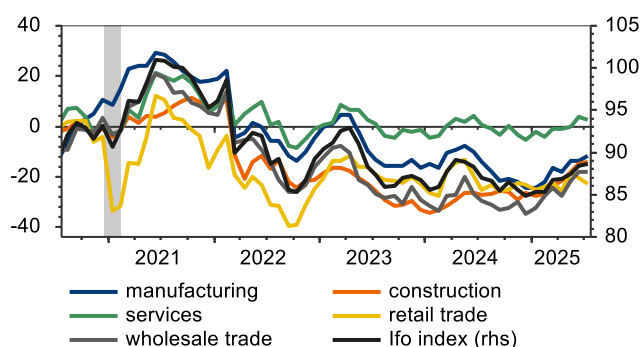
Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO

I progressi degli ultimi mesi sono stati trainati dalle aspettative



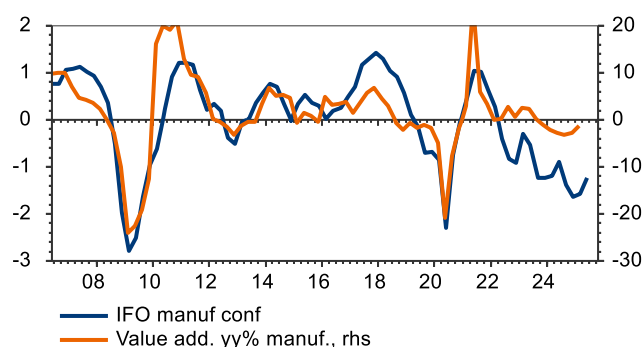
Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis, IFO

Su base settoriale a luglio si registrano progressi per manifattura e costruzioni, correggono commercio e servizi



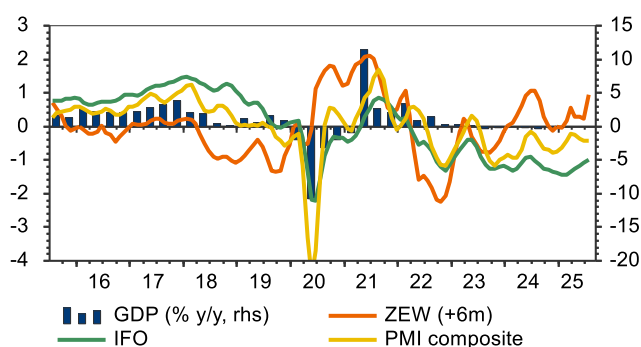
Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO

Il settore manifatturiero potrebbe aver superato il punto di minimo ma la ripresa nei prossimi mesi sarà al più modesta



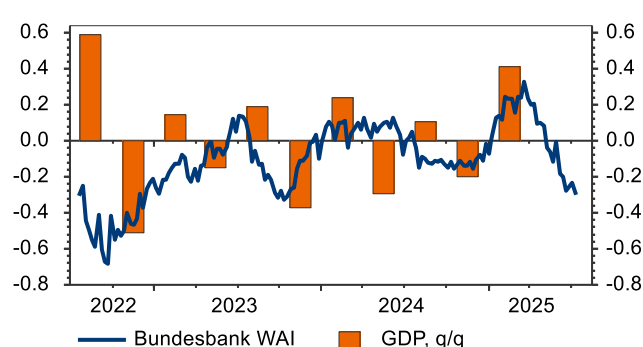
Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis, IFO

Le indagini IFO e PMI segnalano che la forza sottostante dell'economia tedesca è ancora piuttosto debole



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

L'indice WAI della Bundesbank segnala rischi al ribasso sull'attività nei trimestri centrali dell'anno



Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis, Bundesbank

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