

## Macro Rapid Response

### Germania: IFO in rialzo per il sesto mese

Il miglioramento delle aspettative traina l'IFO al sesto progresso mensile consecutivo. Poco variata le valutazioni sulla situazione corrente. Le indagini offrono segnali di recupero sulla scorta di un maggior ottimismo prospettico ma, nonostante la tendenza rialzista, gli indici di fiducia restano su livelli ancora inferiori alla media storica e compatibili con ritmi di crescita solo modesti nel 2° semestre. Prevediamo una crescita del PIL allo 0,3% nel 2025 prima di un'accelerazione verso l'1% nel 2026.

Ad agosto **l'indice IFO è salito a 89 da un precedente 88,6**, si tratta del sesto progresso consecutivo che porta l'indicatore su di un massimo dallo scorso aprile, seppur ancor al di sotto della media storica. **Come nei mesi precedenti il miglioramento è stato trainato dalle aspettative** (91,6 da 90,8, ai massimi da oltre tre anni) **a fronte di una valutazione della situazione corrente sostanzialmente invariata** (86,4 da 86,5). La lettura riflette un maggior ottimismo prospettico delle imprese tedesche sulla scorta degli effetti ritardati dei tagli dei tassi nonché dell'anticipazione dello stimolo fiscale. Al contrario, le opinioni sul contesto corrente si sono mosse solo lateralmente da inizio anno, segnale di un ciclo al momento ancora fragile.

Le indicazioni dell'IFO si uniscono a quanto emerso dai **PMI flash di agosto**. Il PMI composito è infatti cresciuto, per il terzo mese, a 50,9 da 50,6 precedente grazie al riavvicinamento alla soglia d'invarianza dell'indice manifatturiero (49,9 da 49,1, un massimo da oltre 3 anni) nonostante la correzione dei servizi (50,1 da 50,6).

**La scorsa settimana la lettura di PIL nel 2° trimestre è stata rivista al ribasso a -0,3% t/t** dal -0,1% precedentemente stimato, dato che inverte il progresso della stessa entità registrato a inizio anno. La contrazione è spiegata dal calo degli investimenti (-1,3% t/t) e dal contributo negativo del commercio estero netto (freno di -0,7pp dovuto più alla crescita dell'import che al calo dell'export, +1,6% t/t vs -0,1%). La revisione ha riavvicinato il dato di contabilità nazionale al ritmo di contrazione stimato dall'indice settimanale WAI della Bundesbank. **In pratica da inizio 2024 l'economia tedesca è risultata sostanzialmente stagnante e negli ultimi 10 trimestri l'attività è cresciuta solamente in due di questi.**

**La frenata primaverile non dovrebbe essere però sintomo di rinnovata debolezza anticipatorio di un ritorno in recessione.** Al contrario, la contrazione dovrebbe essere dovuta anche all'inversione dei fattori straordinari che hanno sostenuto l'attività a inizio anno, nonché alla, riteniamo temporanea, sospensione degli investimenti in veicoli commerciali in attesa degli incentivi estivi. **Le indagini offrono segnali di recupero del ciclo ma, nonostante la tendenza rialzista, i progressi sono trainati dalle aspettative a fronte di condizioni correnti ancora fiacche.** Nel complesso **la fiducia delle imprese resta su livelli ancora inferiori alla media storica compatibili con ritmi di crescita solo modesti nel 2° semestre.** Infine, non vanno dimenticate le difficoltà strutturali dell'economia tedesca, per le quali il governo non sembra aver presentato proposte risolutive.

**Prevediamo una crescita del PIL allo 0,3% nel 2025 prima di un'accelerazione verso l'1% nel 2026** quando lo stimolo fiscale dovrebbe iniziare a mostrare effetti più tangibili sull'attività economica.

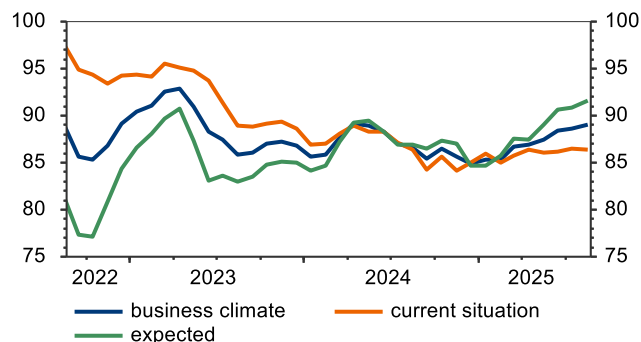
25 agosto 2025

Research Department

Macroeconomic Research

**Andrea Volpi**  
Economista - Area euro

### Le aspettative trainano l'IFO ad agosto, poco variata la valutazione della situazione corrente



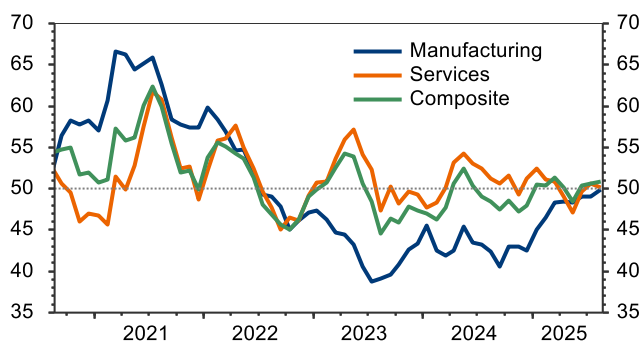
Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO Institut

### Il differenziale tra aspettative e situazione corrente suggerisce che potrebbe essere necessario attendere il 2026 per una più robusta riaccelerazione del ciclo



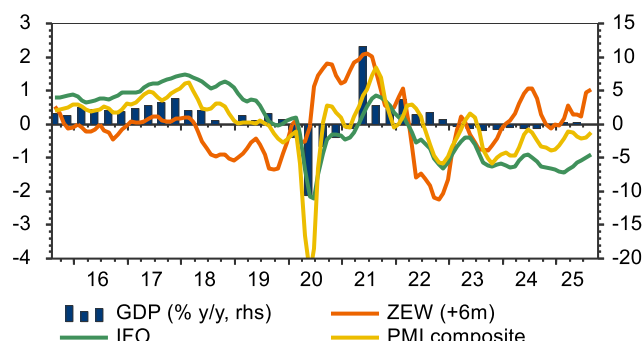
Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis, IFO Institut

### Il PMI manifatturiero si è riavvicinato alla soglia d'invarianza mentre l'indice composito ha confermato la tendenza rialzista



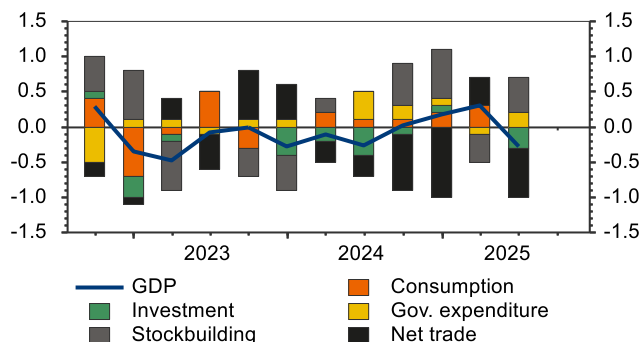
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

### Le indagini offrono segnali incoraggianti ma restano su livelli bassi e negli ultimi anni hanno già offerto falsi segnali di ripresa



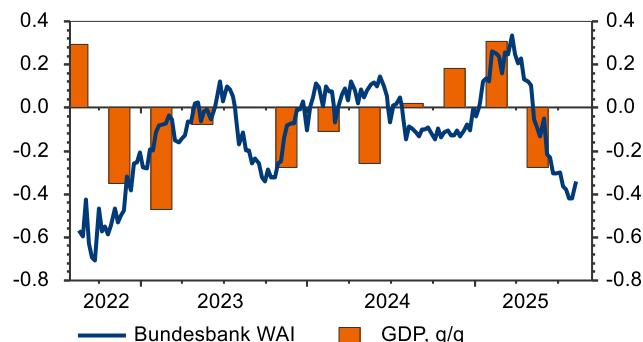
Nota: indici di fiducia standardizzati, media trimestrale. Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis, IFO Institut, S&P Global, ZEW

### La contrazione di -0,3% t/t nel 2° trimestre è dovuta alle esportazioni nette e agli investimenti



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

### L'indice WAI della Bundesbank potrebbe aver superato il minimo ma rimane su livelli compatibili con una contrazione del PIL



Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis, Deutsche 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](mailto:luca.mezzomo@intesasnpaolo.com)

Alessio Tiberi

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

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

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

Mario Di Marcantonio

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

Allegra Fiore

[allegra.fiore@intesasnpaolo.com](mailto:allegra.fiore@intesasnpaolo.com)

Andrea Volpi

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