

## Macro Rapid Response

### Eurozona: PMI inferiori alle attese a dicembre

A dicembre gli indici PMI flash sono risultati complessivamente peggiori delle attese con flessioni diffuse a manifattura (49,2 da 49,6) e servizi (52,6 da 53,6). Il PMI composito scende a 51,9 da 52,8, livelli comunque compatibili con una crescita ancora moderata tra fine 2025 e inizio 2026. Gli indici sui prezzi di vendita hanno smesso di scendere ma non suggeriscono la presenza di nuovi rischi al rialzo sull'inflazione.

**A dicembre l'indice PMI composito relativo al complesso dell'area euro è sceso a 51,9 da 52,8, un minimo da 3 mesi.** Il 4° trimestre dell'anno si chiude comunque con un livello medio dell'indice su livelli moderatamente espansivi e superiori a quelli registrati durante nei tre mesi estivi. Su base settoriale, **peggiora sia la manifattura (49,2 da 49,6)**, al secondo mese di calo, **che i servizi (52,6 da 53,6).** Il PMI composito è calato sia in Germania che in Francia e gli indici pubblicati sono compatibili con un minor vigore anche nel resto dell'Eurozona.

**L'indagine manifatturiera registra un ritorno in contrazione dell'attività produttiva** dopo 9 nove mesi **e un deciso peggioramento degli ordini** (compresi quelli esteri), sui minimi da inizio anno. Anche le indicazioni sulle giacenze di magazzino non offrono segnali di ripartenza del ciclo delle scorte, con l'indicatore anticipatore calcolato come differenza tra i nuovi ordini e gli inventari di prodotti finiti che è tornato in territorio marginalmente negativo dopo 10 mesi di ripresa. In sintesi, **l'indagine fatica a mostrare segnali di recupero per il settore industriale, che dovrebbe pertanto rimanere debole anche a inizio 2026**, appesantito dall'impatto delle tensioni commerciali e del mercantilismo cinese.

**Sono ancora i servizi a trainare la crescita del PIL in area euro, ma anch'essi mostrano segnali di minor vigore rispetto al bimestre ottobre-novembre.** La correzione non appare al momento preoccupante: il flusso di nuovi ordini resta espansivo su livelli superiori alle letture registrate nei primi tre trimestri dell'anno, compatibilmente con una domanda ancora positiva. Al contrario, sono le aspettative ad invitare alla cautela, con un calo sui minimi dallo scorso maggio. Tuttavia, il calo delle attese è prevalentemente imputabile al repentino peggioramento dell'indagine tedesca, mentre intenzioni di assunzione ancora favorevoli continuano ad offrire segnali incoraggianti circa la tenuta del terziario.

In **Germania**, il PMI composito è calato per il secondo mese consecutivo (da 52,4 a 51,5), ma il livello medio dell'indice rimane comunque superiore a quello registrato nel 3° trimestre. Prosegue la discesa del settore manifatturiero (47,7 da 48,2), sui minimi dallo scorso febbraio, e anche i servizi perdono spinta (52,6 da 53,1). In sintesi, l'indagine tedesca non mette a rischio la nostra previsione di un ritorno alla crescita dell'economia tra fine 2025 e inizio 2026, ma invita alla cautela, soprattutto alla luce di un settore manifatturiero che non mostra ancora segnali di ripresa. In **Francia**, la correzione del PMI composito (50,1 da 50,4) è dovuta all'ampio calo dei servizi (50,2 da 51,4), piuttosto fisiologico, in verità, dopo che l'indice era balzato bruscamente a novembre. Si registra invece un rimbalzo migliore delle attese del PMI manifatturiero (50,6 da 47,8), che si porta su un massimo da oltre tre anni, sostenuto dalle commesse estere. I PMI francesi sono notoriamente molto volatili e non necessariamente dei buoni predittori del PIL; tuttavia, le più recenti indagini della Banque de France hanno offerto segnali di tenuta del ciclo economico a fine anno, nonostante un contesto di incertezza interna in riduzione dai picchi, ma ancora elevata.

**Il livello medio del PMI composito è compatibile con una stabilizzazione del ritmo di crescita del PIL in Eurozona intorno allo 0,3% t/t tra fine 2025 e inizio 2026.** Sul fronte inflattivo, gli indici sui prezzi di vendita hanno smesso di scendere ma non suggeriscono la presenza di rinnovati rischi al rialzo. Nel complesso, le indagini restano coerenti con le nostre aspettative di una BCE orientata a mantenere i tassi invariati ai livelli correnti nel corso del 2026.

16 dicembre 2025

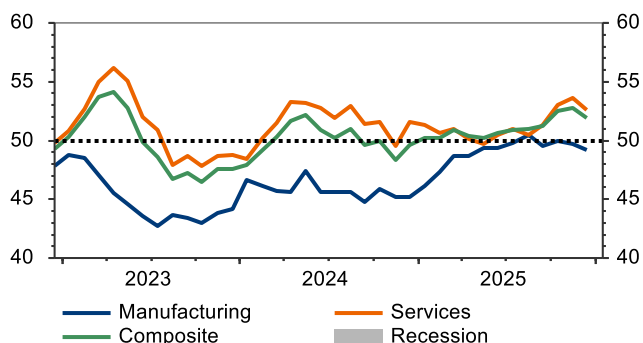
Research Department

Macroeconomic Research

Andrea Volpi

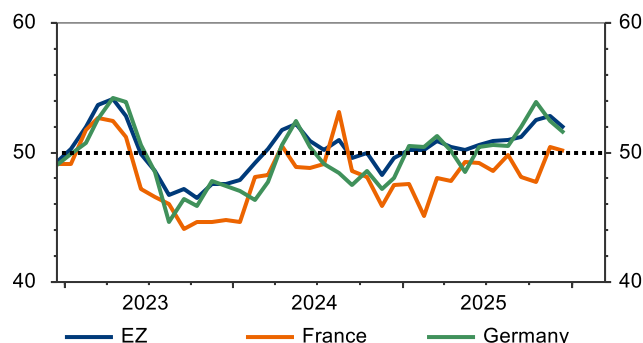
Economista - Area euro

### Il calo dei PMI flash di dicembre è diffuso a manifattura e servizi



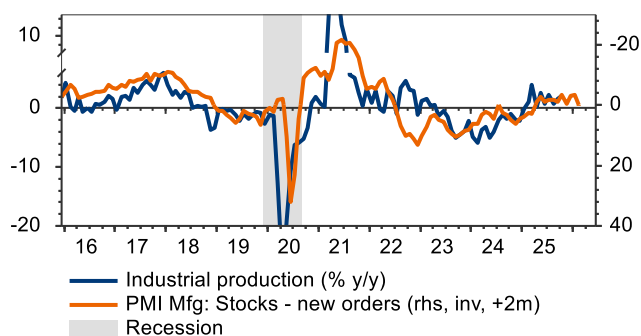
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

### In calo i PMI compositi sia in Germania che in Francia, gli indici sono compatibili con minor vigore anche nel resto dell'Eurozona



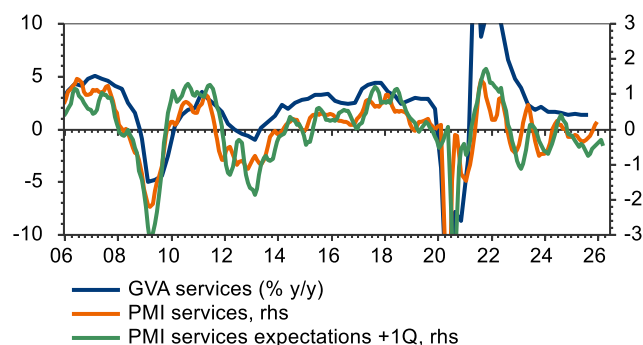
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

### Gli indicatori anticipatori suggeriscono che la produzione industriale potrebbe restare debole anche a inizio 2026



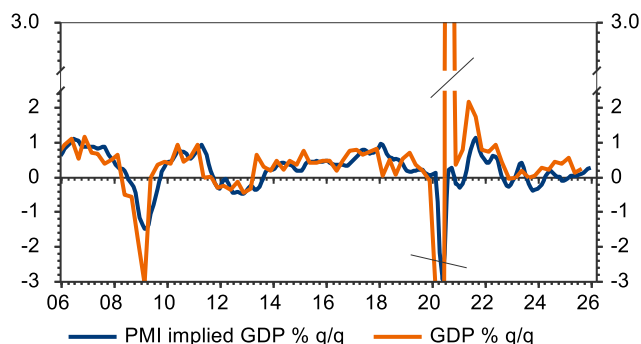
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

### I servizi restano in espansione, la correzione delle aspettative è da monitorare ma al momento non è preoccupante



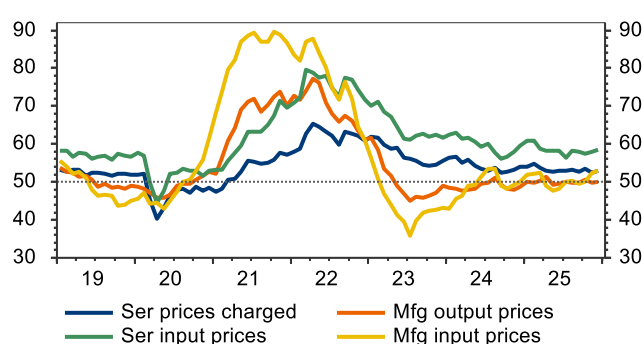
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

### Il livello medio del PMI composito è compatibile con una crescita del PIL in stabilizzazione allo 0,3% t/t tra fine 2025 e inizio 2026



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

### Gli indici sui prezzi, pagati e ricevuti, hanno smesso di calare ma non suggeriscono la presenza di nuovi rischi al rialzo sull'inflazione



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 SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA 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 SpA.

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 SpA 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 Divisione IMI Corporate & Investment Banking ([www.imi.intesaspanpaolo.com](http://www.imi.intesaspanpaolo.com)) - 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 SpA 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 SpA. 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 SpA.

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 dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, 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 SpA 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 SpA, 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 e 2242 ove applicabile, 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 SpA 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 SpA all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai 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.

Intesa Sanpaolo SpA 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, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

## Intesa Sanpaolo SpA 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

Allegra Fiore

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com