

Macro Rapid Response
Germania: produzione industriale e elezioni

La produzione industriale è calata di -1,1% m/m a luglio, con una flessione ancora più marcata al netto di costruzioni ed energia (-2,3% m/m). La contrazione è imputabile soprattutto a fattori straordinari nel settore auto, ma riteniamo che anche il basso livello delle acque del Reno abbia frenato l'attività. I dati sugli ordini evidenziano che la domanda rimane trainata dalle grandi commesse ad elevato valore aggiunto, a fronte di una dinamica sottostante ancora tiepida. Nel complesso, tenendo conto dei fattori straordinari che hanno pesato sull'attività durante l'estate, è possibile un rallentamento di industria e PIL nel 3° trimestre prima di un rimbalzo a fine anno. Alle elezioni in Sassonia-Anhalt, l'AfD ha ottenuto quasi il 44% dei voti, mentre la CDU ha registrato un forte calo. Il partito di estrema destra non è comunque riuscito a raggiungere un numero di seggi sufficiente per ottenere la maggioranza assoluta del parlamento regionale. La formazione del governo regionale rimane quindi incerta. Il risultato conferma la progressiva perdita di consensi dei partiti di governo, soprattutto nell'est del paese. Indicazioni analoghe potrebbero emergere anche dalle elezioni regionali in programma nelle prossime settimane per complicare ulteriormente la cooperazione tra CDU e SPD su riforme strutturali politicamente onerose.

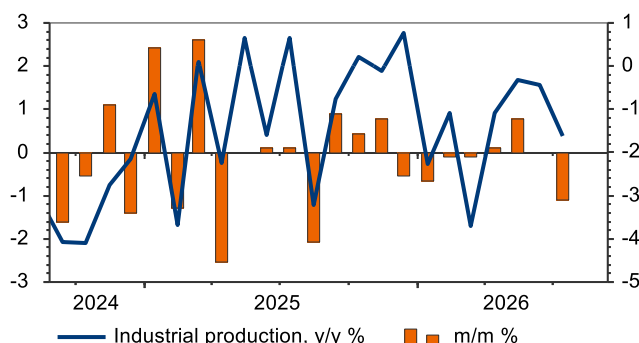
7 settembre 2026
Research Department
Macroeconomic Research
Andrea Volpi

Economista - Area euro

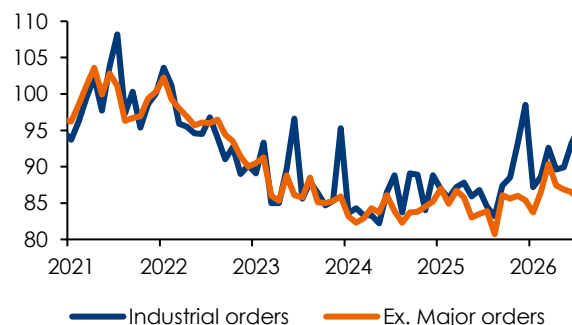
Fattori straordinari pesano sulla produzione industriale di luglio

A luglio la produzione industriale tedesca è calata di -1,1% m/m (-1,6% a/a) dopo che il dato del mese precedente è stato rivisto al ribasso (a zero a +0,2% m/m). Al netto di energia (+4,7% m/m, al quarto mese di espansione) e costruzioni (+0,9% m/m da -1,3%) la flessione è ancora più ampia: **la manifattura registra una contrazione di -2,3% m/m**, interrompendo una sequenza di tre mesi di crescita.

Destatis indica come gran parte del calo sia riconducibile alla produzione di automobilistica (-9,2% m/m). La flessione risente di un'interruzione dell'attività durata diverse settimane per permettere l'adeguamento di uno stabilimento alla produzione di veicoli elettrici; **si tratta pertanto di un fattore one-off destinato ad invertirsi nei prossimi mesi.** Tuttavia, **riteniamo che anche il basso livello delle acque del Reno**, importante arteria per il trasporto industriale, **abbia frenato la produzione** (secondo le nostre stime potrebbe aver sottratto circa mezzo punto alla crescita).

Produzione industriale in calo a luglio dopo la stagnazione di giugno


Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis

Ordinativi industriali trainati da commesse ad elevato valore aggiunto. Ordini core ancora fiacchi


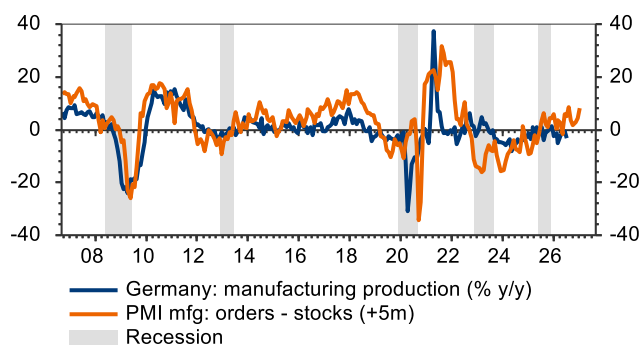
Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis

Gli ordini all'industria sono cresciuti del 2,5% m/m a luglio (+13,1% a/a), dopo il robusto +3,7% m/m di giugno, segnando il terzo incremento mensile consecutivo. Il progresso è stato tuttavia

trainato dalle volatili grandi commesse ad elevato valore aggiunto, in particolare nel comparto degli "altri mezzi di trasporto" (+126,4% m/m). Il settore dovrebbe aver beneficiato anche del forte afflusso di ordini Airbus, concentrati soprattutto su modelli per i quali il polo produttivo di Amburgo svolge un ruolo centrale; inoltre, alla luce delle indicazioni contenute nel bollettino mensile del Ministero delle Finanze, è plausibile che anche la domanda legata alla difesa abbia fornito un contributo positivo.

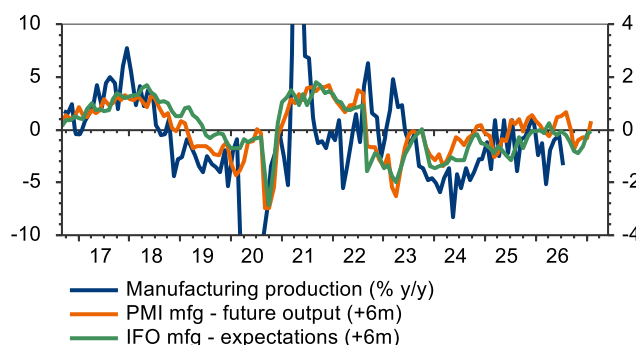
Al netto delle grandi commesse, però, gli ordinativi sono diminuiti dell'1,4% m/m, registrando la quarta flessione consecutiva e riportandosi sui livelli più bassi da gennaio, non lontani dalla media del 2025. Il dato suggerisce che, al di fuori di pochi comparti sostenuti da ampi portafogli ordini e già operanti con un elevato grado di utilizzo della capacità produttiva, la domanda sottostante di beni industriali rimanga debole. Le **indagini congiunturali** continuano a fornire segnali contrastanti: i **PMI indicano una netta accelerazione degli ordinativi, mentre l'indagine IFO suggerisce maggiore cautela, pur confermando che, come evidenziato dal netto miglioramento delle aspettative, la fase più debole del ciclo industriale sembra ormai alle spalle.**

In questa fase sono i PMI ad offrire le indicazioni più incoraggianti



Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO, S&P Global

Sia IFO che PMI registrano un progressivo miglioramento delle aspettative di produzione

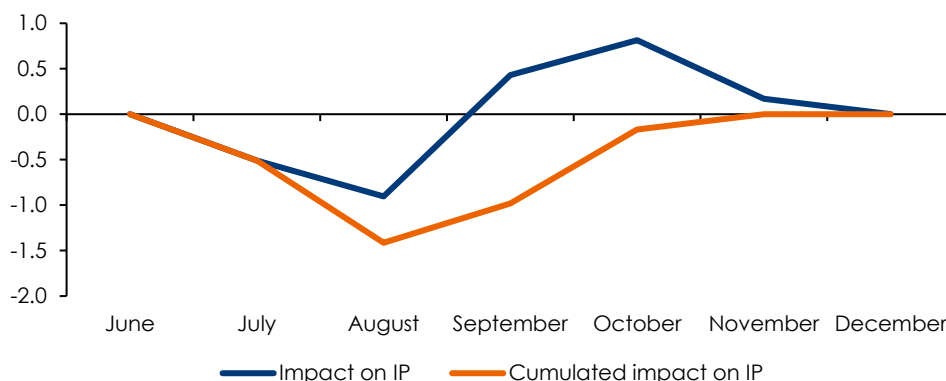


Fonte: Intesa Sanpaolo, IFO, S&P Global

Considerata la natura prevalentemente temporanea del calo di luglio, la produzione nel settore auto dovrebbe rimbalzare nei prossimi mesi. Tuttavia, il protrarsi della siccità potrebbe continuare a frenare l'attività industriale. Per tutto agosto il livello idrometrico a Kaub è rimasto al di sotto della soglia critica, una dinamica compatibile, secondo le nostre stime, con un impatto negativo sulla produzione industriale pari a circa 1 punto percentuale. Le condizioni non sono ancora tornate alla normalità neppure nella prima settimana di settembre. **L'effetto della siccità dovrebbe comunque essere temporaneo e lasciare spazio a un recupero della produzione una volta superata la fase più critica.**

Non si può comunque escludere una nuova contrazione della manifattura nel trimestre estivo, con possibili ricadute negative anche sul PIL. Il venir meno dei fattori straordinari dovrebbe successivamente favorire un rimbalzo dell'attività verso la fine dell'anno.

Impatto sulla produzione industriale della secca del Reno: stimiamo un impatto pari a 0,5pp a luglio e 1pp in agosto prima di un'inversione nei mesi successivi



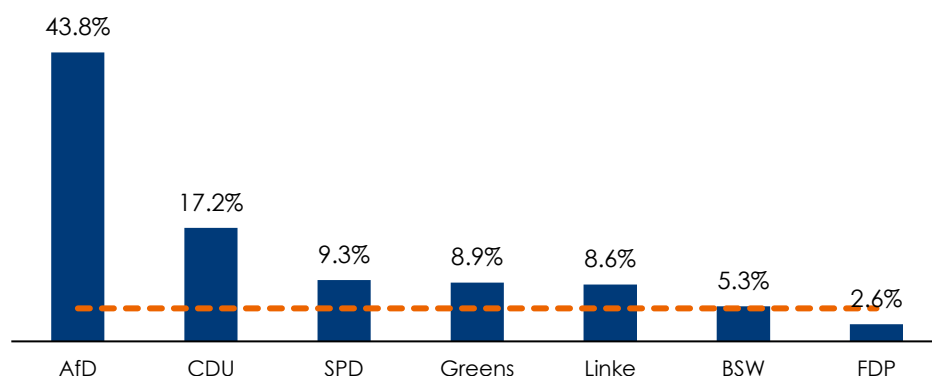
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel complesso, il quadro generale resta quello di una domanda sottostante ancora fiacca con l'eccezione di alcuni comparti. In particolare, il forte aumento degli ordinativi negli altri mezzi di trasporto dovrebbe sostenere la produzione nei prossimi trimestri, ma tassi di utilizzo di capacità produttiva già elevati implicano una trasmissione solo graduale delle nuove commesse all'attività manifatturiera. Vediamo perciò una ripresa solo moderata dell'attività sottostante nei prossimi mesi.

Elezioni in Sassonia-Anhalt: vittoria per l'AfD ma la formazione del governo resta un'incognita

Ieri, alle elezioni nello stato orientale della Sassonia-Anhalt, caratterizzate da un'affluenza record, **il partito di estrema destra AfD ha ottenuto il 43,8% dei voti, superando le attese e raddoppiando il risultato delle elezioni del 2021**. La CDU è scesa al 17,2%, un crollo di 19,9 punti rispetto alle precedenti consultazioni. La SPD ha ottenuto il 9,3% dei voti seguita da Verdi (8,9%), Linke (8,6%) e BSW (5,3%). FDP, ferma il 2,6%, rimane sotto la soglia del 5% necessaria per accedere al parlamento regionale.

Risultati elettorali in Sassonia-Anhalt



Fonte: Intesa Sanpaolo

Con 39 seggi su 83, l'AfD non dispone della maggioranza assoluta. Al tempo stesso, neppure CDU, SPD, Verdi e Linke raggiungono insieme il numero di seggi necessario per formare un governo. Una maggioranza guidata dall'AfD richiederebbe quindi l'appoggio, anche esterno, dei 5 parlamentari della formazione di sinistra populista BSW. BSW non ha escluso questa

possibilità ma ha posto come condizione la nomina di un Ministro presidente a capo del governo regionale indipendente, condizione che difficilmente verrà accettata dall'AfD, e in ogni caso l'esecutivo risultante sarebbe inevitabilmente fragile.

In Sassonia-Anhalt, l'elezione del "Ministro presidente" avviene tramite voto a maggioranza assoluta dell'assemblea. Se nessun candidato ottiene la maggioranza assoluta, deve essere indetta un'altra votazione entro sette giorni. Se anche questa votazione fallisce, l'Assemblea deve pronunciarsi entro 14 giorni sulla possibilità del proprio scioglimento. Qualora non emergesse una maggioranza neppure a favore di nuove elezioni, il Ministro presidente potrebbe essere eletto a maggioranza semplice. **La formazione del nuovo esecutivo rimane pertanto molto incerta e, per quanto un governo guidato dall'AfD rimanga una possibilità non si può nemmeno escludere uno stallo politico prolungato.**

Va detto che **le principali proposte dell'AfD, in particolare in materia di immigrazione e politica fiscale, sono definite a livello federale. Anche nelle aree in cui il governo regionale dispone di margini amministrativi di manovra, le misure più estreme incontrerebbero probabilmente limiti costituzionali.** Inoltre, nel Bundesrat (la camera alta che rappresenta i Länder) il partito non dovrebbe disporre di un peso determinante nel processo decisionale.

La Sassonia-Anhalt, con poco più di due milioni di abitanti, è tra i Länder tedeschi più piccoli e non può essere considerata pienamente rappresentativa degli equilibri politici nazionali. In ogni caso, **il voto conferma la progressiva perdita di consensi dei partiti di governo, soprattutto nell'est del paese.** Indicazioni analoghe potrebbero emergere dalle consultazioni regionali in programma nelle prossime settimane: **in vista delle elezioni del 20 settembre nel Meclemburgo-Pomerania Anteriore, i sondaggi indicano l'AfD in vantaggio sulla SPD** (che guida il governo locale); **anche a Berlino CDU e SPD perdono terreno, mentre Linke risulta il primo partito e l'AfD il terzo nelle rilevazioni più recenti.**

Risultati deludenti per CDU e SPD, pur non apparendo tali da mettere a rischio la tenuta della coalizione di governo, potrebbero rendere più difficili ulteriori compromessi all'interno della maggioranza e limitare la capacità dell'esecutivo di approvare riforme strutturali politicamente onerose.

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) - 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)

Riccardo Bellesia

Mario Di Marcantonio

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com