

Macro Rapid Response

PMI area euro in accelerazione, grazie ai servizi

A settembre, i PMI flash hanno sorpreso al rialzo, trainati dai servizi (ma il manifatturiero resta su record dal 2022) e dalla Germania (ma anche in Francia il PMI composito torna in territorio espansivo, ed è ai massimi da due anni). La riaccelerazione degli indici sui prezzi (moderata) non ha inciso sulle aspettative di business. I dati confermano che il ciclo economico è più resiliente del previsto allo shock energetico. Il PIL area euro al netto dell'Irlanda dovrebbe mantenere la velocità di crociera di 0,3% t/t in media nei prossimi trimestri. Rispetto a questo scenario centrale, anzi, i PMI suggeriscono rischi al rialzo.

A settembre, l'indice PMI composito relativo al complesso dell'area euro è salito a sorpresa da 52 a 53,1: si tratta di un nuovo massimo dal mese di aprile del 2023, su livelli compatibili con un ritmo di crescita del PIL a 0,3-0,4% t/t. **L'indice manifatturiero è rimasto stabile a 52,7 (anziché calare lievemente come atteso), un record da maggio del 2022. Il PMI servizi è balzato a sorpresa da 51,6 a 53 (ai massimi da novembre dello scorso anno). Il PMI composito è migliorato sia in Germania (da 51,8 a 53,8) che in Francia (da 48,5 a 51,2).** In entrambe le principali economie dell'Eurozona, la ripresa è dovuta ai servizi, in presenza di una frenata nel manifatturiero. **In Francia, il PMI composito è tornato in territorio espansivo per la prima volta quest'anno, ed è ai massimi da oltre due anni.**

Come atteso vista la recente risalita delle quotazioni internazionali delle materie prime energetiche, gli indici relativi ai prezzi hanno mostrato una riaccelerazione sia nel manifatturiero che nei servizi. Peraltro, il ritmo di crescita dei prezzi ricevuti dalle aziende (57,1 nel manifatturiero, 56,1 nei servizi) resta significativamente inferiore a quello dei prezzi pagati (70,3 nel manifatturiero, 65,3 nei servizi), a indicare che **le imprese continuano ad assorbire nei propri margini parte degli aumenti dei costi.**

La sorpresa però è che **la nuova fiammata dei prezzi dell'energia non incide sulla fiducia, né sui principali indicatori relativi agli ordini e a produzione/attività. Il manifatturiero non è sostenuto solo da ricostituzione di scorte**, infatti gli ordini sia totali che dall'estero sono ai massimi dai primi mesi del 2022. L'attività in corso (gli "ordini in portafoglio") nel settore dei servizi cresce al ritmo più alto dal mese di aprile del 2023. In effetti, il cospicuo aumento delle nuove commesse ha determinato un accumulo di ordini arretrati (51,7, nell'indice composito), il primo da giugno 2022.

In questo quadro, **le indicazioni forse meno brillanti vengono dalle prospettive sull'occupazione.** I livelli occupazionali sono poco variati rispetto al mese precedente sia nel manifatturiero (a 50 da 50,1) sia nei servizi (a 51,1 da 51), in un quadro in cui gli aumenti degli ordini non determinano un ampliamento degli organici in quanto le imprese restano caute a causa dell'incertezza sul quadro geopolitico e sui prezzi dell'energia. Si nota (nell'indice composito) un aumento delle valutazioni sull'occupazione in Germania (a 51,1, ai massimi da giugno 2023), a fronte di un ulteriore calo in Francia (da 49,3 a 48,9).

In sintesi, i dati sono migliori delle attese. **Il settore manifatturiero è sostenuto, specie in Germania,** dalla tenuta del commercio internazionale nonostante la crisi mediorientale, e **dall'incremento della domanda di beni legati alla difesa e all'Intelligenza Artificiale. Il settore dei servizi non sembra essere impattato dai timori che la perdita di potere d'acquisto delle famiglie possa incidere sull'attività,** e mostra segnali di ripresa non solo in Germania ma anche in Francia.

Nei mesi estivi, si è registrato sinora un disallineamento tra indagini di fiducia dal tono espansivo e dati reali negativi – con riferimento in particolare agli indicatori relativi a luglio su produzione industriale e vendite al dettaglio. **Parte della divergenza potrebbe essere spiegata dall'ondata**

23 settembre 2026

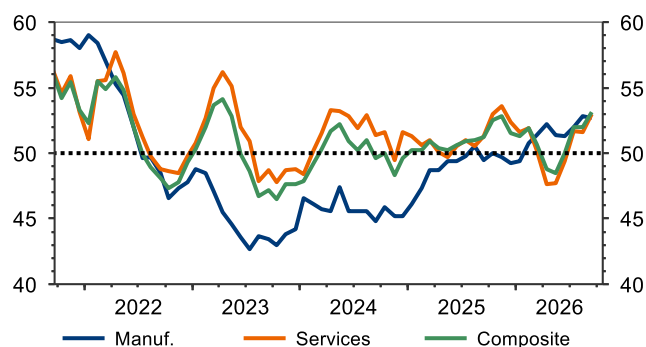
Research Department

Macroeconomic Research

Paolo Mameli
Economista

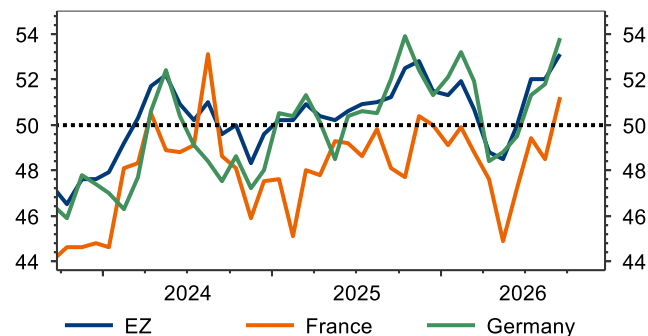
di calore estiva, che potrebbe sottrarre almeno un decimo al ritmo di crescita del PIL Eurozona nel 3° trimestre. Per questo motivo, la nostra stima sulla crescita del PIL area euro nel trimestre estivo è 0,2% t/t, anche se i rischi sono verso l'alto. In ogni caso, i PMI suggeriscono che, nonostante l'intensificarsi delle pressioni inflattive, il ciclo economico nell'area euro tiene meglio del previsto. **Il punto di minimo per i consumi potrebbe essere nei due trimestri a cavallo d'anno**, quando diverranno più evidenti gli effetti dello shock energetico sulle bollette di luce e gas. Tuttavia, **ciò non dovrebbe impedire all'Eurozona di crescere su ritmi di 0,3% t/t anche tra fine 2026 e inizio 2027**. Per la media del 2027, ci aspettiamo una crescita del PIL area euro di 1,2%, dopo l'1% stimato per quest'anno (al netto dell'Irlanda, entrambi gli anni dovrebbero registrare un'espansione di 1,1%).

PMI flash di settembre in riaccelerazione, trainato dai servizi



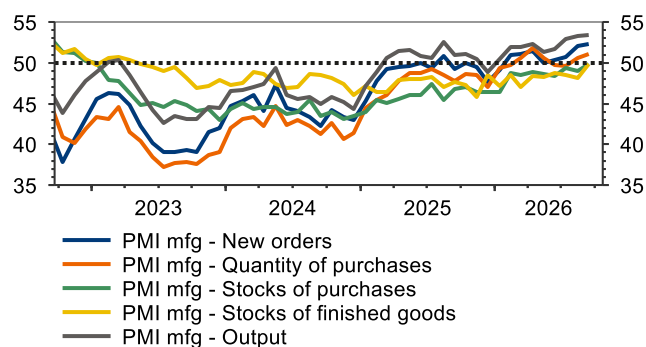
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Il PMI composito è trainato dalla Germania, ma anche la Francia torna in territorio espansivo



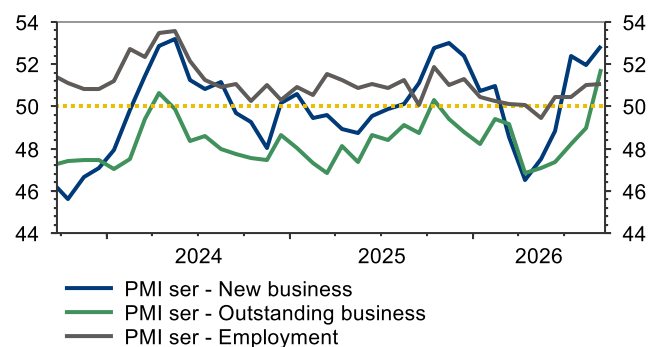
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Nel manifatturiero, ordini e produzione sono ai massimi dal 2022



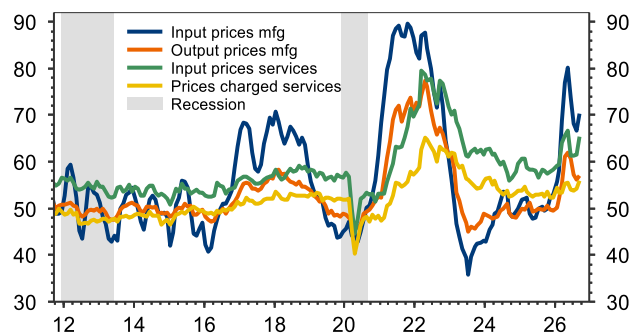
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Nei servizi si nota una accelerazione dei nuovi affari, e un balzo degli ordini in giacenza



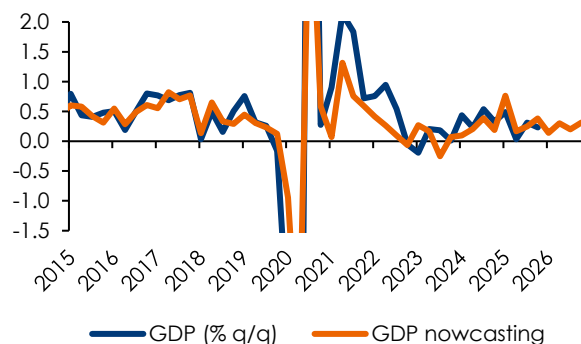
Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

La recente risalita delle quotazioni dell'energia determina una (moderata) riaccelerazione degli indici sui prezzi



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

I nostri modelli di nowcasting (basati su dati reali e indici di fiducia) suggeriscono un ritmo di crescita del PIL a 0,2% t/t nel 3° trimestre e 0,3% t/t a fine anno. I PMI suggeriscono rischi al rialzo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

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)

luca.mezzomo@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