

## Macro Rapid Response

### Cala più del previsto l'inflazione area euro a marzo

L'inflazione area euro a marzo è calata un decimo più del previsto, a 2,4% da 2,6% di febbraio. Come il mese scorso, il calo è dovuto soprattutto agli alimentari freschi. Anche l'indice core BCE è sceso (ma un decimo in meno rispetto alle nostre stime), a 3,1% da 3,3% (ai minimi da oltre due anni). Nei servizi, l'inflazione non si schiuda dal ritmo del 4% mantenuto a partire dallo scorso novembre, ma è possibile che abbia influito la Pasqua "bassa", e che pertanto si possa vedere un calo dei prezzi ad aprile. Confermiamo la nostra idea che l'inflazione possa scendere stabilmente sotto il 2% a partire da inizio 2025, un percorso che ci appare compatibile con un primo taglio dei tassi BCE a giugno.

**A marzo, l'inflazione nell'area euro è scesa un decimo più del previsto, a 2,4%** a/a da un precedente 2,6% (0,8% m/m da 0,6% di febbraio). **L'indice core (al netto di food, energy, alcohol & tabacco) è calato anch'esso un decimo in più rispetto alle attese, a 2,9%** da 3,1% precedente. **La misura "core BCE" (al netto di energia e alimentari freschi) è diminuita a 3,1% da 3,3%** (un decimo meno che nelle nostre stime); si tratta in ogni caso di un nuovo minimo da oltre due anni.

■ **Nel mese, i prezzi energetici sono tornati a calare** (-0,3% m/m) dopo la risalita dei due mesi precedenti; la variazione annua dell'inflazione energetica continua comunque a portarsi in territorio via via meno negativo, a -1,8% da -3,7% di febbraio (il punto di minimo è stato raggiunto a -11,5% lo scorso novembre). **Ancora più marcata la flessione dei listini degli alimentari freschi** (-0,6% m/m da -1% di febbraio), che porta la variazione tendenziale in territorio negativo (-0,4%: si tratta di un minimo da febbraio del 2018); più in generale, i prezzi di food, alcohol & tabacco risultano poco variati per il secondo mese, e rallentano al 2,7% a/a (da 3,9% precedente). **I prezzi dei beni industriali non energetici mostrano un forte (e in parte inatteso) rimbalzo dopo quello (più limitato) visto già il mese precedente** (1,9% da 0,3% m/m), ma l'inflazione annua su questa componente scende ancora, all'1,1% da 1,6% a febbraio. **Le maggiori preoccupazioni continuano ad arrivare dai servizi, che mostrano rincari significativi anche a marzo** (0,7% m/m, da 0,8% precedente), con una variazione annua che resta inchiodata al 4% dallo scorso novembre.

■ In sintesi: **il contributo deflattivo dall'energia è in riduzione, si va accentuando la spinta disinflazionistica dagli alimentari e i beni industriali non energetici mostrano segnali di risalita, in un quadro in cui l'inflazione resta assai vischiosa nei servizi.** In prospettiva, l'energia dovrebbe continuare a muoversi in territorio sempre meno negativo e il grosso del movimento disinflazionistico su alimentari e beni non energetici potrebbe essere completato, pertanto occorre che l'inflazione nei servizi si schiodi dall'attuale ritmo del 4% per vedere un calo ulteriore dell'indice generale dei prezzi. A tal proposito, **è possibile che la salita dei prezzi dei servizi nel mese di marzo sia stata in parte il risultato della Pasqua "bassa", e pertanto in aprile si dovrebbe vedere il rientro di questo effetto, e un possibile calo dei listini nei servizi.**

■ In prospettiva, **gli ostacoli al processo disinflazionistico nei servizi vengono sia dal lato dell'offerta**, visto che il settore, assai labour-intensive, non può non risentire della crescita sostenuta registrata negli ultimi trimestri dal costo del lavoro, **sia da quello della domanda**, dato che gli indici di fiducia delle imprese hanno evidenziato una riaccelerazione dell'attività negli ultimi mesi. Questi due fattori potrebbero continuare a pesare nei prossimi mesi, considerato che la crescita dei salari è destinata a rimanere robusta ancora per qualche trimestre, e che la domanda è attesa rafforzarsi nei prossimi mesi. **Nel nostro scenario centrale, l'inflazione da servizi riprende un percorso di graduale moderazione, che lascia però il tendenziale a fine 2024 a 3,4%**; una normalizzazione su ritmi attorno al 2% è attesa solo negli ultimi mesi del 2025. Per i motivi menzionati sia dal lato dell'offerta che della domanda, **i rischi previsivi sui prezzi nei servizi, e in generale sul profilo previsivo di inflazione, restano al rialzo.**

3 aprile 2024

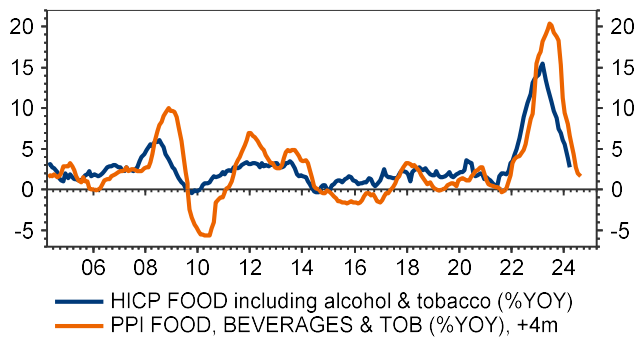
Research Department

Macroeconomic Research

Paolo Mameli  
Economista

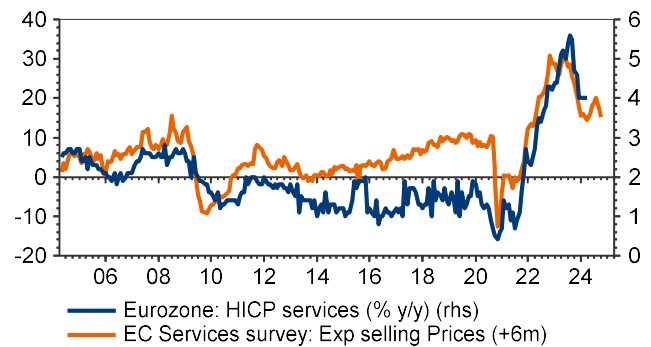
■ **Nel nostro scenario centrale, vediamo un punto di minimo dell'inflazione headline quest'anno a settembre, all'1,9%,** mentre è possibile una risalita negli ultimi mesi del 2024 (fino al 2,4% a dicembre); **un ritorno stabile sotto il 2% è atteso da inizio 2025** (medie annue: 2,4% nel 2024, 1,8% nel 2025). **La discesa dell'indice core BCE potrebbe essere più lenta ma più regolare,** fino al 2% tra fine 2024 e inizio 2025 (media annua 2024: 2,5%) e sotto il 2% nel 2025 (media annua: 1,7%).

**Eurozona: si conferma il rallentamento dei prezzi degli alimentari già segnalato dal PPI...**



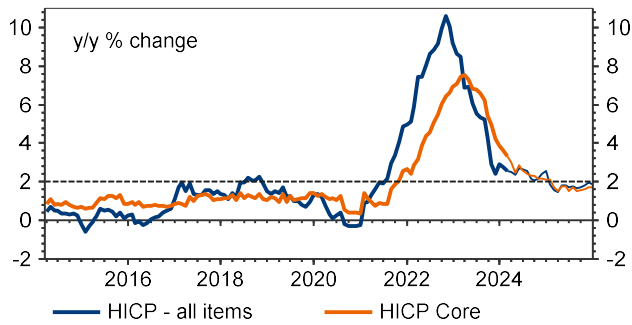
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**...mentre la resilienza dei prezzi nei servizi è coerente con le indicazioni sui prezzi di vendita giunte dalle indagini di fiducia delle imprese del settore**



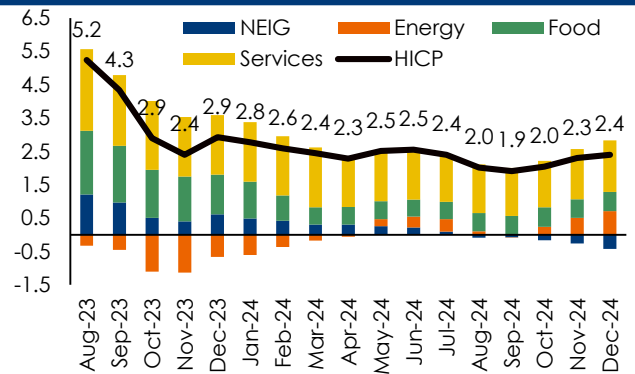
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

**L'inflazione è attesa "normalizzarsi" attorno al 2% nel 2025**



Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Contributi all'inflazione delle principali componenti**



Nota: NEIG=Non Energy Industrial Goods. Fonte: previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

## 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.

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 15c-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 Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche 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 – facendo riferimento a 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 loro società del 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>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

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 S.p.A. 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 - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

[luca.mezzomo@intesasnpaolo.com](mailto:luca.mezzomo@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)

Andrea Volpi

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