

## Macro Rapid Response

### Inflazione Eurozona in calo, soprattutto sugli indici core

A marzo, l'inflazione area euro è scesa di un decimo come atteso al 2,2% a/a, ma l'indice core ha sorpreso al ribasso calando di due decimi al 2,4% a/a (un minimo da oltre tre anni). Soprattutto, i servizi sembrano essersi "disancorati" dal ritmo del 4% mantenuto per oltre un anno. Un caveat nell'interpretazione del dato deriva dalla tempistica della Pasqua, che potrebbe aver causato una distorsione al ribasso sul dato di marzo e viceversa al rialzo su quello di aprile. In ogni caso, a nostro avviso, l'evoluzione recente dell'inflazione non costituisce un ostacolo al prosieguo dell'allentamento monetario da parte della BCE, che però potrebbe essere a rischio in caso di incremento significativo dei dazi USA verso la UE, seguito da misure ritorsive di pari o simile entità.

**A marzo, l'inflazione nell'area euro è calata di un decimo a 2,2% a/a (+0,6% m/m) dal 2,3% di febbraio, in linea con le attese. L'indice core (sia al netto di food, energy, alcool & tabacco che al netto di energia e alimentari freschi) è diminuito più del previsto di due decimi a 2,4% (si tratta di un minimo da oltre 3 anni).**

- **L'energia è calata per il secondo mese (-1,2% m/m)**, tornando anche in territorio negativo su base annua (da 0,2% a -0,7% a/a).
- **I listini alimentari hanno registrato ulteriori rincari sia nel mese (0,3% m/m) che sull'anno (accelerando da 2,7% a 2,9% a/a)**, per effetto ancora una volta soprattutto degli alimentari non lavorati (0,4% m/m e in netta accelerazione per il secondo mese su base annua, da 3% a 4,1% a/a).
- **In ampia accelerazione nel mese anche i prezzi dei beni industriali non energetici (1,9% m/m, contro l'1,1% di marzo dello scorso anno), ma la cui variazione annua risulta stabile su ritmi molto contenuti (0,6% a/a, circa in linea con la media dei sei mesi precedenti).**
- **Infine, i servizi sorprendono al ribasso, facendo segnare uno 0,4% m/m e una decelerazione su base annua (per il secondo mese) da 3,7% a 3,4% a/a** (dopo avere oscillato in un intorno del 4% tra novembre 2023 e gennaio 2025): si tratta di un minimo da quasi tre anni.
- **In sintesi, il dato ha sorpreso al ribasso per quanto riguarda gli indici core. Dagli alimentari continuano ad arrivare pressioni al rialzo, che però sono state più che compensate dal calo dell'energia e delle componenti core. In particolare, i servizi sembrano essersi "disancorati" dal ritmo del 4% mantenuto per oltre un anno. Un caveat nell'interpretazione del dato deriva però dalla tempistica della Pasqua (in aprile quest'anno e in marzo nel 2024), che potrebbe aver causato una distorsione al ribasso sul dato di marzo e viceversa al rialzo su quello di aprile. In ogni caso, pensiamo che il graduale rallentamento dei prezzi dei servizi, e degli indici di inflazione core, sia destinato a continuare nei prossimi mesi. Stimiamo un indice headline in media a 2,3% e un core BCE a 2,5%, ma ci attendiamo che entrambi gli indici possano calare l'anno prossimo, rispettivamente a 1,8% e 2%.**
- **Nel complesso, l'inflazione core nel 1° trimestre è circa in linea con le stime dello staff BCE di marzo.** A nostro avviso, l'evoluzione recente dell'inflazione non costituisce un ostacolo al prosieguo dell'allentamento monetario da parte della BCE, che però potrebbe essere a rischio in caso di incremento significativo dei dazi USA verso la UE, seguito da misure ritorsive di pari o simile entità (stimiamo che, in caso di aliquota al 10% su tutti prodotti non energetici importati dagli USA, nell'ipotesi di pass-through al 50%, l'impatto sull'IPCA sarebbe dell'ordine di +0,2-0,3%). Anche la cautela mostrata di recente da diversi membri BCE (incluse "colombe" come Panetta) fa pensare che un taglio alle prossime riunioni non sia scontato. Tuttavia, **continuiamo a pensare che una riduzione dei tassi di ulteriore 25 punti-base sia l'esito più probabile, anche se non certo, della riunione del 17 aprile.**

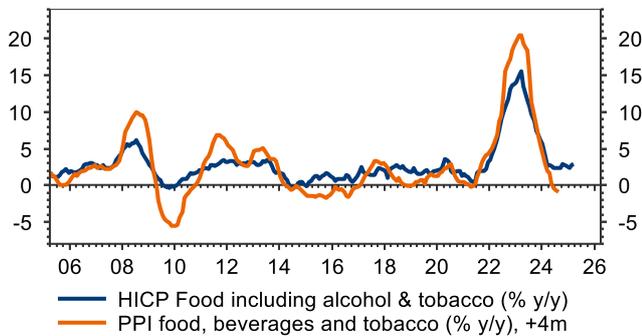
1 aprile 2025

Research Department

Macroeconomic Research

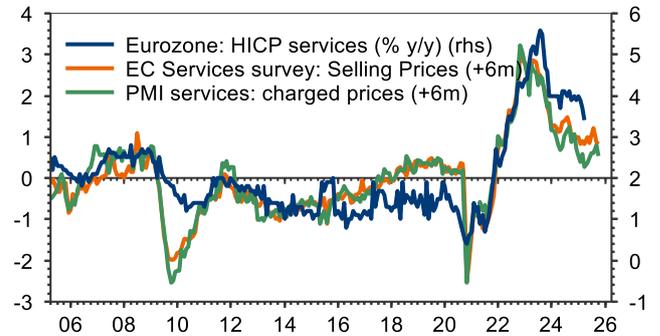
Paolo Mameli  
Economista

**Eurozona: i prezzi al consumo nel comparto alimentari sono resilienti, ma il PPI suggerisce una possibile moderazione in chiave prospettica**



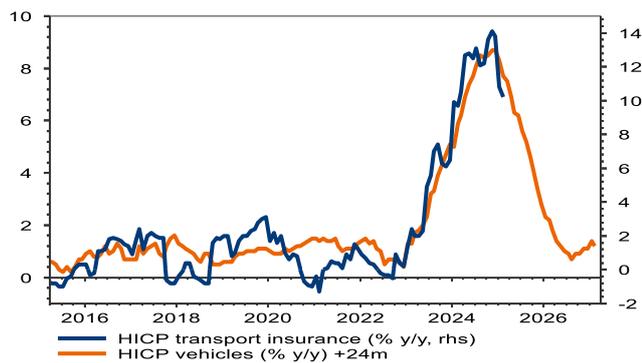
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**L'inflazione nei servizi inizia a calare, in coerenza con le indicazioni sui prezzi dalle indagini di fiducia delle imprese del settore**



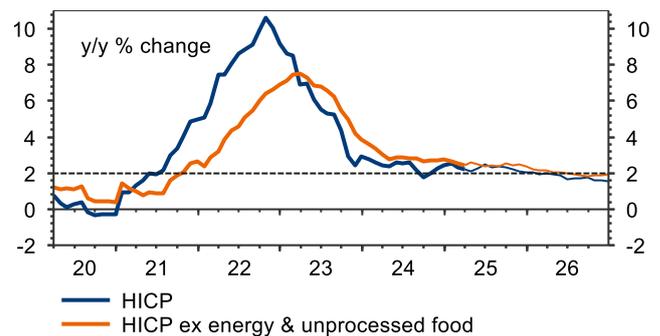
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

**Vi sono segnali di inversione per alcuni "late movers" nei servizi (ad esempio le assicurazioni auto)**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Inflazione headline vs. inflazione core (al netto di alimentari freschi ed energia)**



Fonte: previsioni 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.

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 Profetico 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)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com