

Macro Rapid Response

Francia INSEE: meno vulnerabile ma non immune

Le rilevazioni dell'INSEE sulla fiducia di famiglie e imprese suggeriscono che, al momento, le nuove tensioni geopolitiche hanno colpito maggiormente i consumatori rispetto alle imprese. A marzo, l'indice composito di fiducia economica INSEE è rimasto invariato a 97, al di sotto della media di lungo periodo. Si osserva un calo del morale manifatturiero a fronte di una stabilizzazione a bassi livelli per i servizi e un miglioramento per costruzioni e commercio al dettaglio. Il peggioramento della fiducia nell'industria è dovuto soprattutto al volatile comparto degli "altri mezzi di trasporto", ma anche alcuni settori energivori iniziano a segnalare un deterioramento delle aspettative. La fiducia dei consumatori, molto sensibile ai listini dei carburanti, è scesa di due punti a 89, con i nuclei familiari che hanno riportato un deciso calo delle aspettative e un brusco aumento dell'inflazione attesa. Tra le principali economie europee, quella francese è relativamente meno vulnerabile rispetto a Germania e Italia allo shock sui prezzi dell'energia, ma non è comunque immune ai rincari. Ieri, la Banque de France ha rivisto al ribasso le stime di crescita del PIL a 0,9% nel 2026 e a 0,8% nel 2027.

L'indagine INSEE di marzo è stata condotta tra il 26 febbraio e il 23 marzo, con circa il 75% delle riposte raccolte dopo lo scoppio del conflitto in Iran. L'indagine dovrebbe aver quindi iniziato a riflettere, almeno in parte, le prime reazioni delle imprese ai nuovi rischi. **L'indice composito di fiducia delle imprese è rimasto invariato a 97, al di sotto della media di lungo periodo da due anni.** Tra i principali settori, **la fiducia manifatturiera è scesa di tre punti a 99**, un minimo dallo scorso novembre, a fronte di una **stabilizzazione a 96 per i servizi e una risalita per costruzioni (97 da 96) e commercio al dettaglio (99 da 98).** In deciso peggioramento l'indice trimestrale **sul commercio all'ingrosso (95 da 100).** Risale leggermente l'indice sul clima occupazionale (94 da 93) ma resta ben al di sotto della media storica, compatibilmente con un mercato del lavoro ancora debole.

Nell'**industria**, dove l'indice è tornato al di sotto della media di lungo periodo dopo tre mesi, **il calo del morale è spiegato soprattutto dal comparto dei mezzi di trasporto ad esclusione del settore auto**, tipicamente volatile e molto sensibile all'attività nell'aeronautica. Tuttavia, **lo spaccato settoriale inizia ad evidenziare i primi segnali di preoccupazione tra i comparti più energivori** (ad eccezione della metallurgia), che riportano un sensibile peggioramento delle aspettative. Nel complesso, tuttavia, sembra che al momento l'industria francese non abbia ancora pienamente scontato i rischi derivanti dal conflitto in Medio Oriente, come suggerito dall'indice INSEE sull'incertezza economica poco variato. In assenza di una rapida de-escalation, riteniamo però che le imprese manifatturiere potrebbero però iniziare a risentirne. A questo proposito, **segnali d'allarme vengono dal commercio all'ingrosso, dove si registrano ampie correzioni delle aspettative e un deciso aumento dei prezzi attesi.**

In sintesi, l'indagine dell'INSEE, a differenza per esempio dei PMI, non sembra aver ancora risentito in misura significativa delle conseguenze del conflitto nel Golfo Persico. Al contrario, **i consumatori, notoriamente molto sensibili ai costi del carburante, hanno iniziato a manifestare maggiori preoccupazioni.** È da ottobre 2021 che l'indice di fiducia dei nuclei familiari si colloca al di sotto della media storica ma il calo di marzo riporta l'indicatore su di un minimo dallo scorso novembre, appesantito da un **netto peggioramento delle aspettative e un brusco aumento dell'inflazione attesa** (la crescita dei prezzi attesi è la più ampia dall'invasione russa in Ucraina).

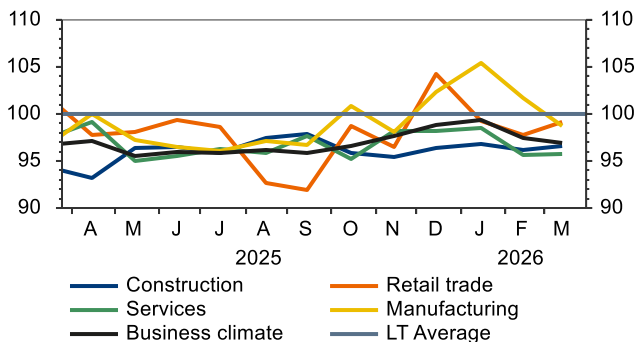
26 marzo 2026

Research Department

Macroeconomic Research

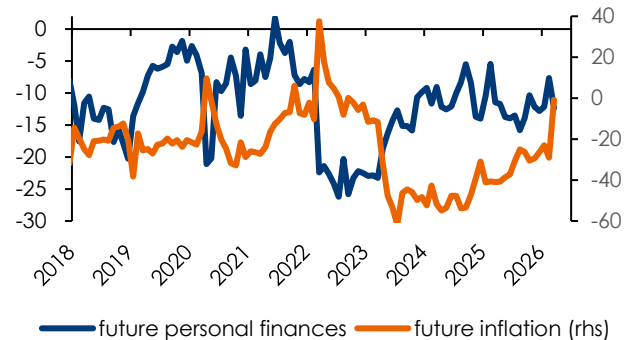
Andrea Volpi
Economista - Area euro

A marzo si registra un calo della fiducia manifatturiera. Stabili i servizi, in lieve miglioramento costruzioni e commercio al dettaglio



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

I consumatori registrano un netto peggioramento delle aspettative ed un brusco aumento dell'inflazione attese



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

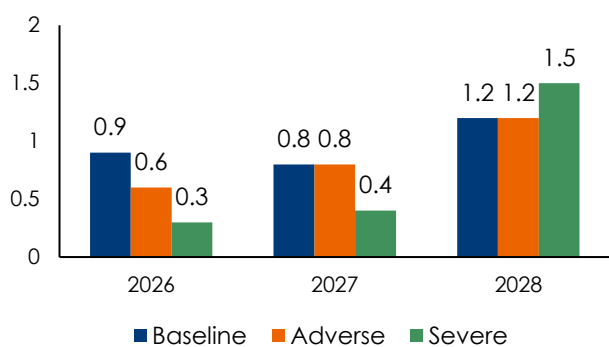
Le previsioni macroeconomiche di Banque de France e INSEE

La **Banque de France** ha rivisto al ribasso di un decimo la stima sulla crescita del PIL nel 2026, portandola al 0,9%, e di due decimi quella per il 2027, a 0,8%. L'inflazione armonizzata si attesterebbe all'1,7% quest'anno e all'1,4% il prossimo. Queste previsioni si basano sulle ipotesi tecniche sui prezzi dell'energia utilizzate dallo staff della BCE a marzo (petrolio intorno a 90 USD/b nel 2° trimestre e gas a 50 EUR/MWh prima di una progressiva normalizzazione nei mesi seguenti). **Negli scenari alternativi (gli stessi della BCE), l'impatto sul PIL si amplificherebbe di ulteriori tre decimi nell'anno in corso nello scenario sfavorevole e di ben sei decimi in quello severo, con effetti più persistenti anche nel 2027.** Negli scenari alternativi, l'inflazione sarebbe ovviamente più elevata e, in quello severo, potrebbe superare il 3% in media annua nel 2026.

L'INSEE, nella [nota congiunturale trimestrale](#) con l'aggiornamento delle previsioni a breve termine, ha usato l'ipotesi tecnica di un prezzo del petrolio intorno ai 100 dollari al barile almeno fino a giugno. In questo scenario, l'inflazione, senza assumere effetti di seconda battuta immediati e significativi sui prezzi core, supererebbe il 2% nel corso della primavera. Secondo l'INSEE, la crescita del PIL, nell'ipotesi di una trasmissione contenuta dello shock, si aggirerebbe intorno allo 0,2% t/t in media nei primi due trimestri dell'anno. Le stime dell'INSEE sulla crescita coincidono con le previsioni che avevamo formalizzato prima dello scoppio del conflitto, sulla base di prezzi di petrolio e gas ben più bassi rispetto a quelli odierni. Pertanto, riteniamo che i rischi sulle proiezioni dell'INSEE siano rivolti prevalentemente verso il basso.

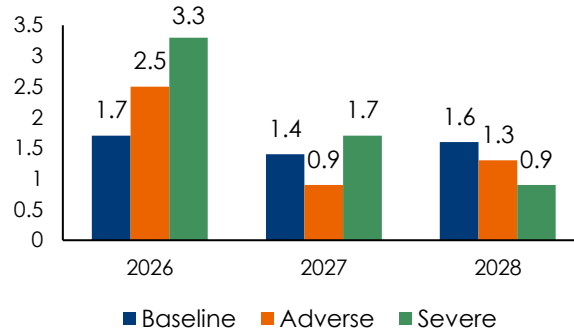
Tra le principali economie europee, quella francese è più resiliente e relativamente meno vulnerabile, rispetto a Germania e Italia, allo shock sui prezzi dell'energia ma non è comunque immune ai rincari. L'evoluzione del contesto geopolitico sarà ovviamente determinante per le prospettive di crescita ma **nel nostro scenario di base, che in riferimento a quelli BCE è intermedio tra quello "base" e quello "avverso", riteniamo che difficilmente la crescita supererà lo 0,1% t/t nei trimestri centrali dell'anno.**

Banque de France: previsioni sulla crescita del PIL in vari scenari



Fonte: Intesa Sanpaolo, Banque de France

Banque de France: previsioni sulla crescita dell'inflazione armonizzata in vari scenari



Fonte: Intesa Sanpaolo, Banque de France

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.intesasanpaolo.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 separatezza 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 AnalysisLuca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberiluca.mezzomo@intesasanpaolo.com
alessio.tiberi@intesasanpaolo.com**Macroeconomic Research**Paolo Mameli (Responsabile)
Riccardo Bellesia
Mario Di Marcantonio
Allegra Fiore
Alessia Gavazzi
Andrea Volpipaolo.mameli@intesasanpaolo.com
riccardo.bellesia@intesasanpaolo.com
mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com
allegra.fiore@intesasanpaolo.com
alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com
andrea.volpi@intesasanpaolo.com