

Macro Rapid Response

Sale meno del previsto l'inflazione area euro a marzo

L'inflazione area euro ha accelerato bruscamente a marzo, salendo da 1,9% a 2,5% sull'indice headline, spinta dall'inversione della componente energetica (da -3,1% a +4,9% a/a). Il dato è però inferiore al previsto, per effetto del calo dell'inflazione core. In ogni caso, prevediamo una ulteriore salita dell'indice headline nei prossimi mesi (stimiamo una media sopra il 3% nel 2026, con picco sopra il 4% nel 4° trimestre), mentre riteniamo che gli effetti sull'inflazione di fondo possano essere contenuti. In Italia, l'IPCA è risultato stabile all'1,5% a/a, in quanto il rientro dell'effetto Olimpiadi Invernali sui servizi è stato compensato dai rincari dei prezzi energetici.

Area euro

A marzo, l'inflazione nell'area euro è salita meno del previsto, a 2,5% a/a (+1,2% m/m) dall'1,9% di febbraio. Si tratta del livello più elevato da settembre 2024, e del primo dato sopra il 2% da ottobre. **Le misure core sono invece risultate in lieve calo:** l'indice al netto di energia, alimentari, alcool e tabacco è sceso a 2,3% dal 2,4%, quello al netto di energia e alimentari freschi a 2,2% dal 2,3%.

- **L'energia è il principale driver della risalita**, mostrando un'inversione da -3,1% a +4,9% a/a; nel mese i prezzi energetici sono balzati di +6,8% m/m. È la prima volta da agosto 2024 che la componente energetica torna in territorio positivo su base tendenziale. L'aumento riflette la chiusura dello Stretto di Hormuz e l'impennata dei prezzi dei carburanti, con il Brent che nel mese ha oscillato tra 95 e 110 USD/barile.
- **L'inflazione alimentare è in lieve rallentamento a 2,4% a/a** (da 2,5%), con alimentari lavorati in calo da 1,8% a 1,7% e **alimentari freschi in decelerazione più marcata** (da 4,6% a 4,1% a/a). Ci attendiamo però una riaccelerazione nei prossimi mesi, per l'impatto ritardato dei costi di trasporto e dei fertilizzanti.
- **L'inflazione sui beni industriali non energetici è in calo a 0,5% a/a** (da 0,7%), nonostante un rincaro congiunturale di +1,7% m/m, legato a fattori stagionali. Ci aspettiamo, come per gli alimentari, una risalita della tendenza annua nei prossimi mesi.
- **I servizi tornano a rallentare, a 3,2% a/a** da 3,4%, registrando nel mese un modesto +0,3% m/m. Il dato risente del rientro dell'effetto dei Giochi Olimpici Invernali di Milano-Cortina in Italia (vedi infra). In ogni caso, la dinamica nei servizi è incoraggiante e coerente con la nostra previsione di un'inflazione dei servizi al 2,9% in media nel 2026.
- **In sintesi, il dato di marzo conferma il nostro scenario di un'inflazione headline in rapida risalita trainata dall'energia (anche se i rincari di questo mese sono stati inferiori al previsto), con effetti core per ora contenuti.** A nostro avviso, la salita di marzo per l'IPCA è solo l'inizio: nello scenario di base, di sostanziale chiusura dello Stretto di Hormuz sino a metà maggio, ci attendiamo che l'IPCA Eurozona raggiunga il 3,5-4% a/a già nei mesi estivi, con un picco nel 4° trimestre dell'anno. **La stabilità del core è la buona notizia:** conferma che lo shock attuale, più concentrato sul petrolio che sul gas, sta avendo una trasmissione rapida ma meno diffusa rispetto al 2022-23. Il minore potere di determinazione dei prezzi delle imprese, dovuto alla domanda più debole, e il raffreddamento delle dinamiche salariali dovrebbero mantenere le pressioni core al di sotto del 2,5% nei prossimi 24 mesi.
- **Tra i principali Paesi, la Germania registra un'accelerazione da 2% a 2,8%, la Spagna da 2,5% a 3,3% e la Francia da 1,1% a 1,9%;** l'unica eccezione è l'Italia, dove l'IPCA risulta stabile a 1,5% per effetto del rientro dell'effetto delle Olimpiadi Invernali sui servizi (e, in minor misura, del taglio delle accise da 25 centesimi sui carburanti).

31 marzo 2026

Research Department

Macroeconomic Research

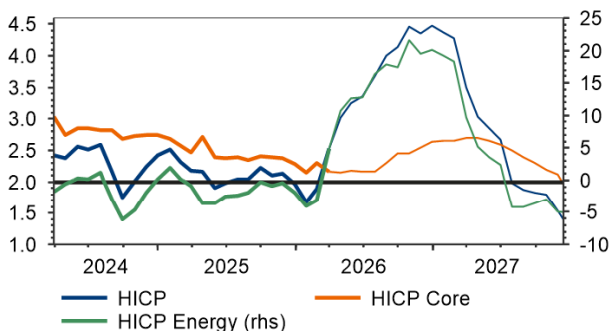
Paolo Mameli
Economista

Italia

In Italia, l'IPCA è stabile a 1,5% a/a (+1,6% m/m: la variazione mensile è amplificata dalla fine dei saldi stagionali). L'indice nazionale NIC sale a 1,7% a/a da 1,5% (+0,5% m/m): per trovare un valore più elevato, occorre risalire a quasi un anno fa. Anche nel caso dell'Italia, i dati (specie sull'indice armonizzato) sono inferiori al consenso.

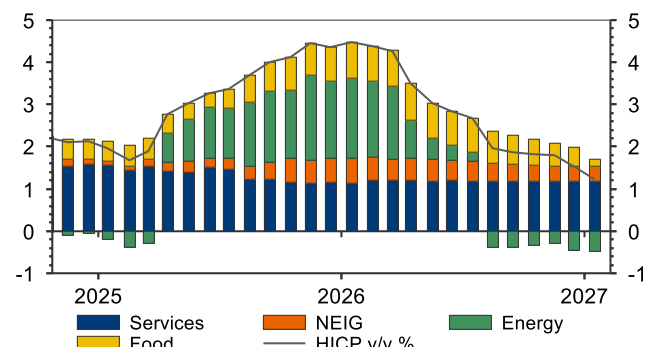
- **Il driver principale, anche in questo caso, è la risalita dell'energia:** i beni energetici passano da -6,6% a -2,3% a/a sul NIC (+4,9% m/m). Nel dettaglio, il gasolio per trasporto balza da -1,5% a +12,5% a/a, il gasolio per riscaldamento da -4,6% a +9,7%. Anche il gas naturale sul mercato tutelato inverte da -15,2% a +11,1% a/a. La benzina resta in negativo (-2,9% da -9,1% a/a, +4,8% m/m), grazie al taglio delle accise governativo del 18 marzo, che ha compensato parzialmente i rincari della materia prima.
- **Rientra l'effetto Olimpiadi Invernali di Milano-Cortina,** come da noi previsto: i servizi di alloggio decelerano bruscamente da 14,1% a 4% a/a (-6,2% m/m), il trasporto aereo da 9,4% a 2,9%. Nel complesso, i servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona rallentano da 4,9% a 3% a/a. Ciò conferma la nostra valutazione che il balzo di febbraio fosse di natura temporanea.
- **L'inflazione di fondo scende da 2,4% a 1,9%** (sul NIC), riflettendo il rientro dell'effetto-Olimpiadi sui servizi. Anche sull'IPCA l'inflazione di fondo rallenta, in misura anche più marcata, da 2,6% a 1,8%. Si tratta di un dato rassicurante che conferma l'assenza, al momento, di effetti di secondo round dello shock energetico (che però non si possono escludere del tutto se lo shock persiste per diversi mesi).
- **Gli alimentari accelerano a 2,6% a/a** (da 2,2%, sul NIC), spinti dagli alimentari freschi (4,4% da 3,7%), in particolare da ortaggi e frutta; viceversa, gli alimentari lavorati restano stabili a 1,4%. Ci attendiamo una ulteriore accelerazione nei prossimi mesi per effetto del passaggio dei maggiori costi di trasporto ai listini alimentari.
- **I trasporti fanno segnare un rincaro di +2,5% m/m (2,1% a/a),** per effetto dell'impennata dei prezzi dei carburanti nella prima metà di marzo, solo parzialmente compensata dal taglio delle accise nella seconda metà.
- **In prospettiva, ci attendiamo un'accelerazione significativa dell'inflazione italiana nei prossimi mesi.** Nello scenario centrale, la nostra previsione di IPCA per l'Italia è di 3,8% in media nel 2026 (rivista da 2,2% prima dello scoppio della guerra in Iran), con l'indice armonizzato che potrebbe superare il 4% nella seconda parte dell'anno. Il dato di aprile sarà cruciale: la scadenza del taglio delle accise sui carburanti (7 aprile), unita al permanere di quotazioni elevate soprattutto del prezzo del petrolio, potrebbe generare un'ulteriore forte accelerazione dell'indice headline.

Fig. 1 – Nello scenario centrale, l'inflazione aumenterà bruscamente a causa della componente energetica



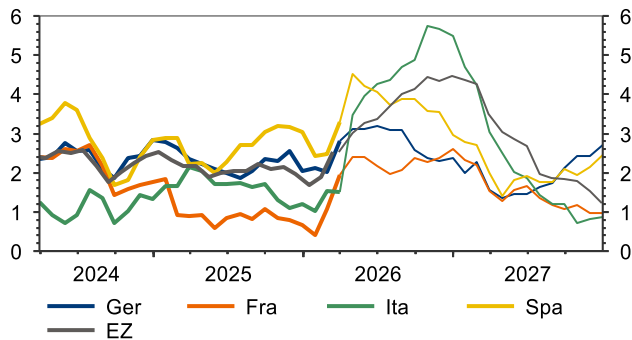
Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Il contributo negativo dell'energia dovrebbe invertirsi nel 2026, per poi tornare negativo nel 2027



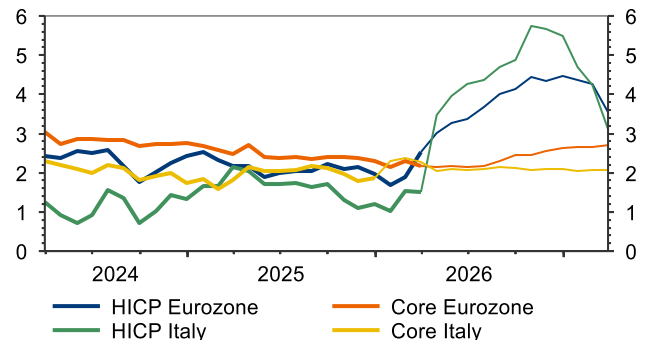
Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – L'IPCA dovrebbe risultare più elevato in Italia, ma tornare sotto controllo nel 2027



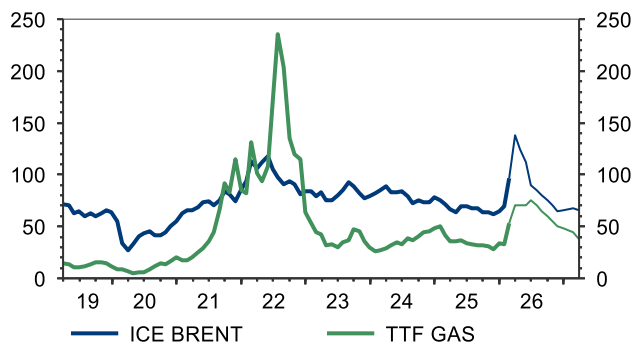
Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Nello scenario di base, l'inflazione core dovrebbe rimanere relativamente contenuta



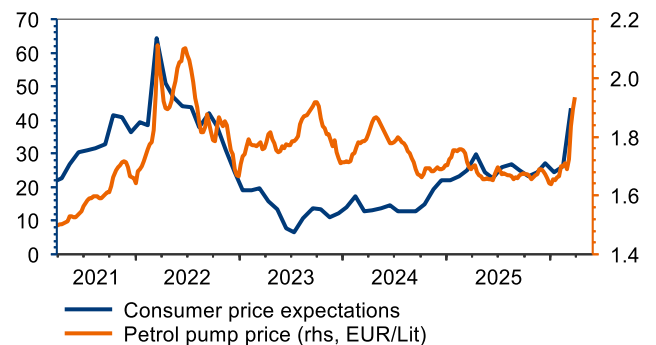
Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Nel nostro scenario centrale, il picco dei prezzi del petrolio dovrebbe essere simile a quello del 2022, ma i prezzi del gas dovrebbero rimanere più bassi di allora



Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG Datastream

Fig. 6 – Gli elevati prezzi dei carburanti in Europa stanno iniziando a riflettersi nelle aspettative di inflazione delle famiglie



Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG Datastream

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.intesasnpaolo.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