

Macro Rapid Response

Inflazione europea su nuovi massimi da 3 anni, ma gli effetti indiretti dello shock energetico restano contenuti

2 ottobre 2026

A settembre, l'inflazione nell'Eurozona è aumentata da 3,2% a 3,8% a/a: il dato è superiore alle attese di consenso prima della pubblicazione dei dati nazionali, nonché alle stime della BCE per la media del 4° trimestre (3,6%). Solo marginale, però (in linea con le attese), la salita degli indici core. Il dato resta a nostro avviso coerente con una possibile pausa nel ciclo di rialzi dei tassi ufficiali BCE a ottobre, per via della sostanziale inesistenza di effetti indiretti dello shock energetico (a meno di una ulteriore fiammata dei prezzi dell'energia nelle prossime settimane).

Research Department

Macroeconomic Research

A settembre, l'inflazione nell'Eurozona è aumentata da 3,2% a 3,8% a/a (+0,6% m/m): si tratta di un record dal mese di settembre del 2023; il dato è superiore rispetto alle attese di consenso prima della pubblicazione dei dati nazionali (3,6%). **Decisamente più contenuta (in linea con le attese) la salita degli indici core**: l'IPCA al netto di energia, alimentari, alcool e tabacco da 2,4% a 2,5%, la misura che esclude energia e alimentari freschi da 2,1% a 2,2% (in pratica, entrambi gli indici sono tornati sui livelli di luglio dopo il marginale calo di agosto).

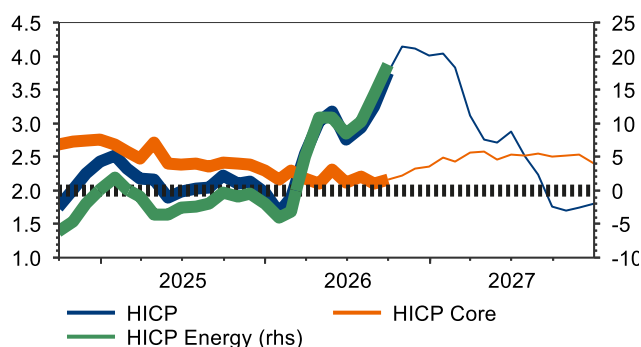
Paolo Mameli
Economista

- **L'energia resta il principale driver della salita**, mostrando una ulteriore accelerazione da 14,3% a 18,8% a/a (un nuovo massimo dal gennaio del 2023); nel mese i prezzi energetici sono cresciuti del 3,9% m/m (in accelerazione rispetto ad agosto). Riteniamo che tale componente sia molto vicina ai picchi (che ci aspettiamo sopra il 20% a/a in ottobre-novembre), ma sia destinata a rimanere in doppia cifra sino a febbraio del prossimo anno.
- **L'inflazione alimentare, dopo essere calata quasi ininterrottamente sinora quest'anno, è risalita** da 1,1% a 1,4% a/a (+0,2% m/m). Gli alimentari lavorati sono rallentati per il dodicesimo mese di fila, da 0,5% a 0,4% a/a: per trovare un valore più basso occorre risalire addirittura all'ottobre del 2009. Viceversa, gli alimentari freschi, dopo essere moderati anch'essi nei mesi precedenti, hanno registrato una netta riaccelerazione da 2,7% al 4% a/a (tornando ai massimi da quasi sei mesi). I rincari degli alimentari, essendo dovuti alla componente non lavorata, paiono legati più agli effetti dell'ondata di calore estiva che non ai rialzi dei costi dell'energia; tuttavia, questi ultimi avranno impatto, soprattutto sugli alimentari lavorati, nei prossimi mesi, spingendo nelle nostre stime l'inflazione alimentare sopra il 2% per tutta la seconda metà del 2027.
- **L'inflazione sui beni industriali non energetici, dopo essere salita moderatamente nei due mesi precedenti, è calata di un decimo a 1,1% a/a** (su ritmi ancora molto bassi ma vicini ai massimi da due anni e mezzo). Nel mese i prezzi sono cresciuti di 2,1% m/m (il dato riflette la stagionalità di settembre legata al rientro dei saldi estivi su abbigliamento e calzature in alcuni paesi). Questa categoria di beni negli ultimi mesi ha mostrato dei moderati rincari, che paiono dovuti più all'aumento dei prezzi dei beni tecnologici per via del boom dell'Intelligenza Artificiale che non agli effetti indiretti dei rincari dell'energia. Tuttavia, come nel caso degli alimentari, questi effetti si vedranno nei prossimi mesi (ma i NEIG rimarranno nelle nostre stime sotto il 2% per tutto l'orizzonte prevedibile, in quanto soggetti alle pressioni al ribasso derivanti dalla globalizzazione e dalla crescente penetrazione di beni importati soprattutto dall'Asia).
- **Infine, i servizi sono tornati ad accelerare moderatamente, da 3% a 3,2% a/a** (nel mese i listini sono calati di sette decimi per via della stagionalità favorevole di settembre), tornando sostanzialmente in linea con la media dei primi 8 mesi dell'anno. Alcuni dati nazionali suggeriscono che gli aumenti riguardino soprattutto i servizi di trasporto passeggeri, che potrebbero rincarare ancora nei prossimi mesi sulla scia dei rialzi dei carburanti. Ci aspettiamo un'inflazione nei servizi poco variata nei prossimi mesi, perché da un lato si ridurranno le

pressioni sul costo del lavoro, dall'altro i servizi più sensibili all'energia elettrica e ai trasporti non sembrano ancora aver incorporato appieno i rincari energetici.

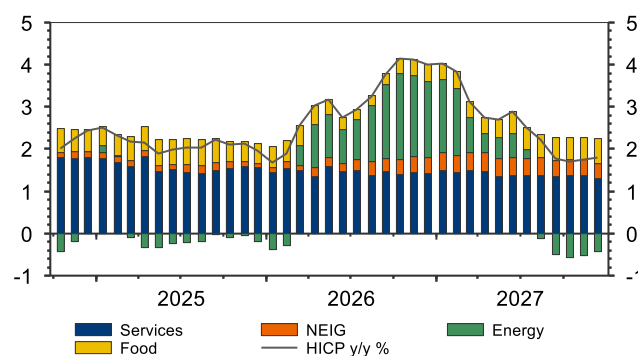
- **Tutti i principali Paesi hanno visto una accelerazione tendenziale dei prezzi nel mese** (la Germania da 2,9% a 3,3%, la Francia da 2,6% a 3,4%, l'Italia da 3,2% a 4,1%, la Spagna da 4,6% al 5%).
- In sintesi, **l'inflazione a settembre si colloca già su livelli più alti di quelli attesi per la media del 4° trimestre dalla BCE nelle sue previsioni economiche di settembre** (3,6%). Tuttavia, il dato conferma che non solo gli effetti di seconda battuta sono per ora pressoché inesistenti, ma anche che **gli impatti "indiretti" dello shock energetico sul resto del paniere sono molto contenuti**.
- **Nelle nostre stime, l'inflazione toccherà un massimo poco sopra il 4% nei prossimi mesi**, (verosimilmente a novembre, ma la tempistica dipenderà anche dall'eventuale implementazione di nuove misure calmieranti sull'energia da parte dei governi), per tornare sotto il 2% solo (sotto ipotesi relativamente favorevoli sul rientro delle quotazioni di petrolio e gas naturale) da settembre del prossimo anno. **La recente fiammata dei prezzi del gas sposta in avanti il picco atteso per il core**, che ora vediamo al 2,7% nella prossima primavera (con rischi di maggiore persistenza).
- **Questo quadro resta a nostro avviso coerente con una possibile pausa nel ciclo di rialzi dei tassi ufficiali BCE a ottobre**, proprio per la sostanziale inesistenza di effetti indiretti dello shock. Un rialzo il prossimo 29 ottobre potrebbe essere deciso solo se i prezzi dell'energia dovessero aumentare ulteriormente nelle prossime settimane. In ogni caso, **gli sviluppi recenti sono coerenti con un terzo incremento dei tassi quest'anno**, che però ci aspettiamo, in corrispondenza delle revisioni delle stime dello staff, a dicembre.

Fig. 1 – I picchi sia per l'inflazione energetica che per quella generale dovrebbero essere non lontano dai valori correnti, si sposta in avanti il picco per il core



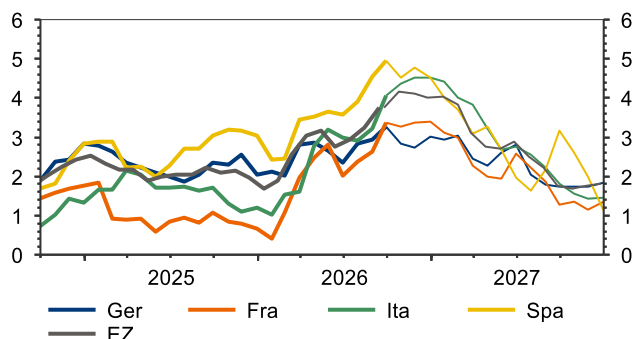
Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – Il contributo dell'energia all'indice generale dovrebbe tornare negativo solo negli ultimi mesi del 2027



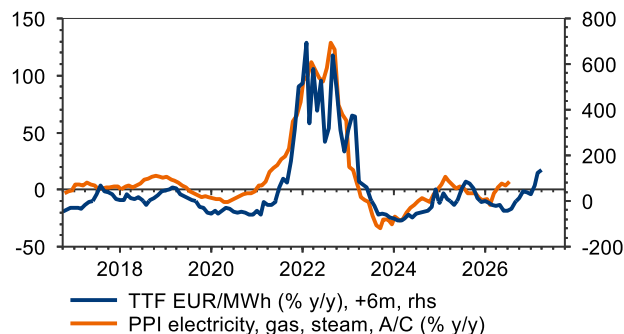
Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – I picchi dell'IPCA si confermano più elevati in Spagna che negli altri principali Paesi dell'Eurozona (per via della maggior forza relativa della domanda per consumi)



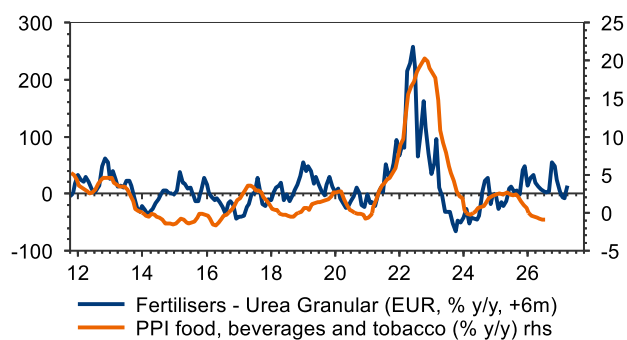
Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – La nuova fiammata dei prezzi del gas dovrebbe iniziare a esercitare pressioni al rialzo sui costi energetici delle imprese



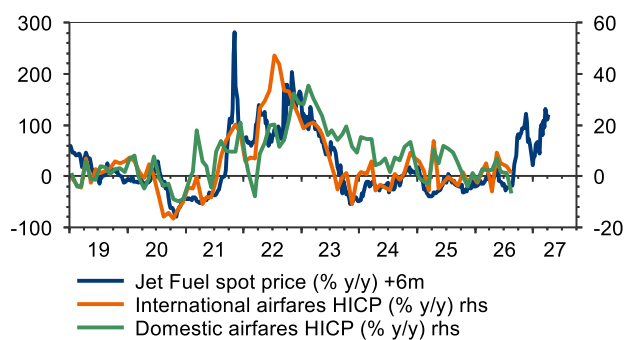
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat, LSEG Datastream

Fig. 5 – Gli aumenti dei costi dei fertilizzanti potrebbero favorire una risalita dei prezzi alimentari



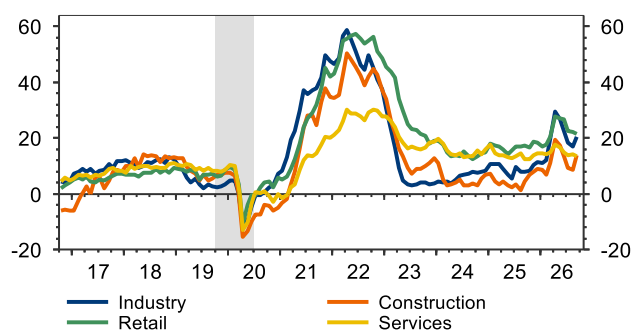
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat, LSEG Datastream

Fig. 6 – Il rincaro del cherosene non si è ancora pienamente trasferito sui listini dei trasporti aerei



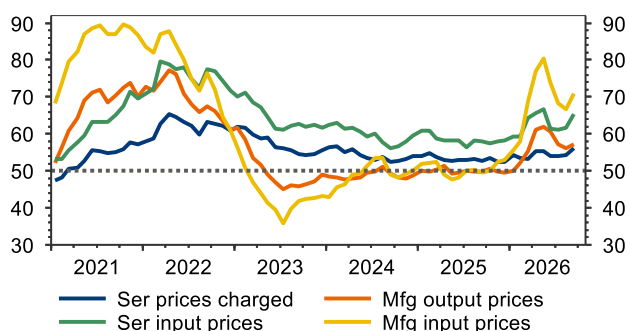
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat, LSEG Datastream

Fig. 7 – Indagini della Commissione europea: prezzi di vendita attesi per settore



Nota: area ombreggiata = recessione. Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

Fig. 8 – Indagini PMI: prezzi pagati e prezzi ricevuti



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

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)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Riccardo Bellesia

riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Alessia Gavazzi

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com