INTESA SANPAOLO

Macro

Macro Rapid Response

IPCA ai massimi da oltre 3 anni, ma i rincari restano confinati quasi solo all'energia

4 novembre 2026

A ottobre, l'inflazione nell'Eurozona ha toccato un nuovo massimo da oltre tre anni al 4%, spinta ancora dall'energia, mentre gli indici core sono stabili. Gli effetti indiretti dei rincari energetici sul resto del paniere sono quasi inesistenti, ma a nostro avviso non potranno non aumentare nei prossimi mesi. Nelle nostre stime, l'inflazione toccherà un massimo al 4,4% tra dicembre e gennaio, e l'indice al netto di energetici e alimentari freschi dovrebbe salire in area 2,5-2,6% per quasi tutto il 2027. Questo quadro resta a nostro avviso coerente con un ulteriore rialzo dei tassi ufficiali BCE a dicembre.

Research Department

Macroeconomic Research

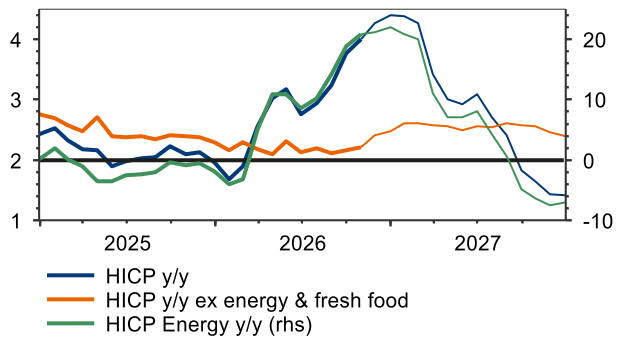
Paolo Mameli
Economista

A ottobre, l'inflazione nell'Eurozona è aumentata da 3,8% al 4% a/a (+0,4% m/m): si tratta di un nuovo record da oltre tre anni; il dato è in linea con le attese ma superiore alle aspettative prima della pubblicazione dei dati nazionali. **Stabili (in linea con le previsioni di consenso) gli indici core**: l'IPCA al netto di energia, alimentari, alcool e tabacco al 2,5%, la misura che esclude energia e alimentari freschi al 2,2% e il dato al netto della sola energia al 2,3%.

- **Ancora una volta, la salita dell'inflazione è dovuta quasi interamente all'energia,** che mostra una ulteriore accelerazione da 18,9% a 20,8% a/a (un nuovo massimo da dicembre del 2022, anche se ancora al di sotto del picco di 44,3% a marzo dello stesso anno); nel mese i prezzi energetici sono cresciuti comunque meno che a settembre (+1,4% m/m). Riteniamo che la componente dei carburanti possa essere rallentata su base tendenziale, e che l'accelerazione sia dovuta ai prezzi di elettricità e gas, visti in particolare i forti rincari registrati in Italia. Riteniamo che tale componente sia molto vicina al picco (che stimiamo al 23% a/a in dicembre), ma sia destinata a rimanere in doppia cifra sino a marzo del prossimo anno.
- **L'inflazione alimentare, dopo essere calata quasi ininterrottamente sino ad agosto, è salita per il secondo mese, sia pur moderatamente,** da 1,3% a 1,6% a/a (+0,4% m/m). Gli alimentari lavorati, dopo essere rallentati in ciascuno dei 12 mesi precedenti, sono risaliti di un decimo a 0,5% a/a. Soprattutto, gli alimentari freschi hanno registrato una netta accelerazione per il secondo mese, a 4,6% dal 4% di settembre (solo a giugno si era al 2,4%). 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 sino a un picco poco sopra il 3% a luglio del prossimo anno.
- **L'inflazione sui beni industriali non energetici, dopo essere calata di un decimo il mese precedente, è risalita marginalmente da 1,1% a 1,2%** a/a (ai massimi da quasi tre anni). Nel mese i prezzi sono cresciuti di 0,6% m/m. Questa categoria di beni negli ultimi mesi ha mostrato dei 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 hanno registrato una marginale accelerazione, per il secondo mese, da 3,2% a 3,3%** a/a (nel mese i listini sono rincarati di due decimi), in linea con la media dei 12 mesi precedenti. Ci aspettiamo un'inflazione nei servizi poco variata nei prossimi mesi (stimiamo una media 2027 al 3,1% dal 3,2% del 2026): 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.

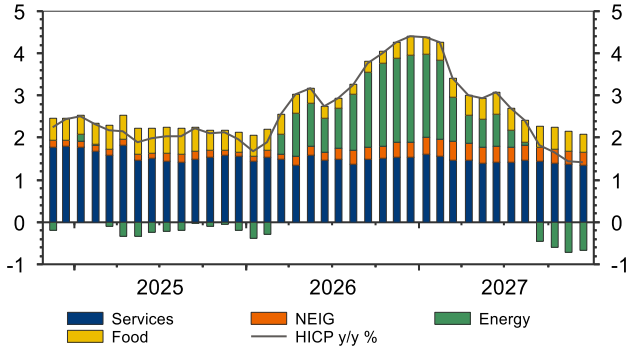
- **L'andamento per Paese è molto differenziato:** si sono viste sorprese al rialzo in Francia (da 3,4% a 3,8%) e soprattutto in Italia (da 4,2% a 5,6%), mentre viceversa si registra un rallentamento marginale in Spagna (da 5% a 4,9% a/a) e significativo in Germania (da 3,3% a 2,8% a/a). In particolare, sulla base dei dati nazionali diffusi, **l'inflazione nei servizi più sensibili ai prezzi dell'energia, come i trasporti pubblici e i pacchetti vacanze, è aumentata in Francia, Italia e Spagna, mentre dovrebbe essere rallentata in Germania**.
- **In sintesi, il dato conferma ancora una volta che gli effetti indiretti dei rincari energetici sul resto del paniere sono quasi inesistenti**. Tuttavia, i recenti picchi delle quotazioni delle materie prime energetiche e in particolare del gas naturale, pur parzialmente rientrati nelle ultime sedute di mercato, segnalano che **gli effetti indiretti su alimentari e componenti core non potranno non aumentare nei prossimi mesi**. Viceversa, continuiamo a pensare che gli impatti di seconda battuta su aspettative inflazionistiche di lungo termine e rinnovi salariali saranno molto contenuti.
- **Nelle nostre stime, l'inflazione toccherà un massimo al 4,4% tra dicembre e gennaio,** prima di tornare al 3% ad aprile e sotto il 2% da settembre del prossimo anno. L'inflazione al netto di energetici e alimentari freschi dovrebbe salire nel range 2,5-2,6% per quasi tutto il 2027 e tornare sotto il 2% solo a 2028 inoltrato. I rischi rispetto a questo profilo previsivo, a nostro avviso, sono al rialzo.
- **Questo quadro resta a nostro avviso coerente con un ulteriore rialzo dei tassi ufficiali BCE a dicembre**, che ancora non si configura come restrizione vera e propria ma come graduale adattamento dei tassi di interesse nominali all'aumento dell'inflazione. I tassi BCE potrebbero restare fermi soltanto in caso di rapida risoluzione della crisi del Golfo, o qualora si osservasse un drastico peggioramento dell'attività economica o un'estensione delle turbolenze finanziarie tale da irrigidire significativamente le condizioni finanziarie nell'Eurozona.

Fig. 1 – I picchi sia per l'inflazione energetica che per quella generale sono attesi a fine 2026, il picco per il core sarà nel corso del 2027



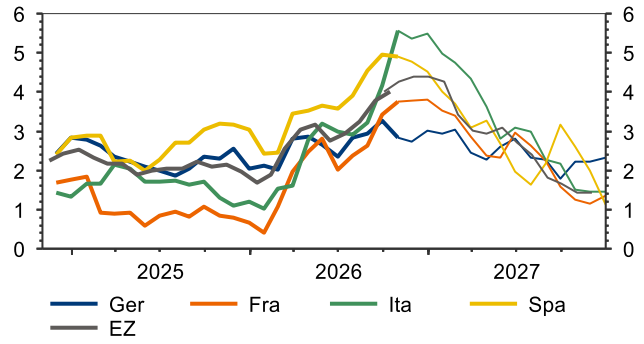
Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – I contributi all'inflazione generale da alimentari e beni non energetici sono attesi ampliarsi nel corso del 2027



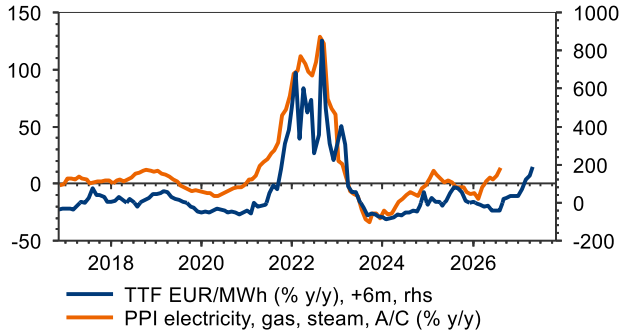
Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 – I rincari delle bollette di luce e gas hanno spinto l'inflazione italiana su livelli più elevati che negli altri tre principali Paesi dell'Eurozona



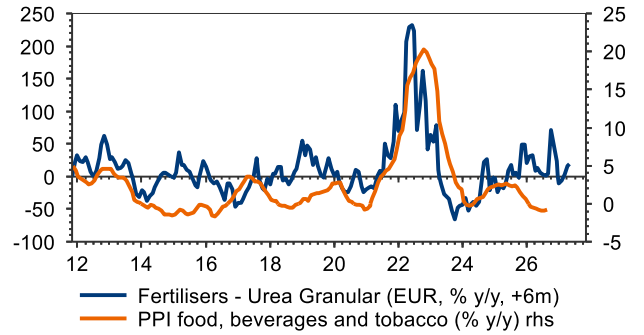
Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – I recenti rincari del gas naturale stanno iniziando a esercitare pressioni al rialzo sui costi energetici delle imprese



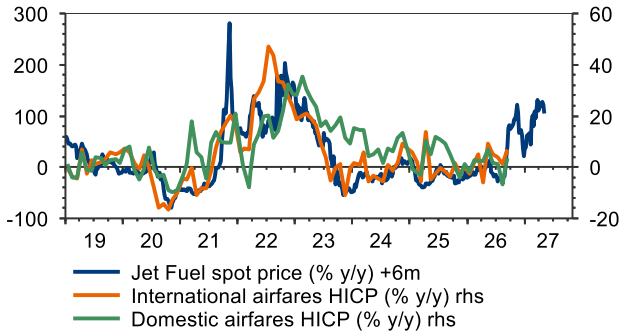
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat, LSEG Datastream

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



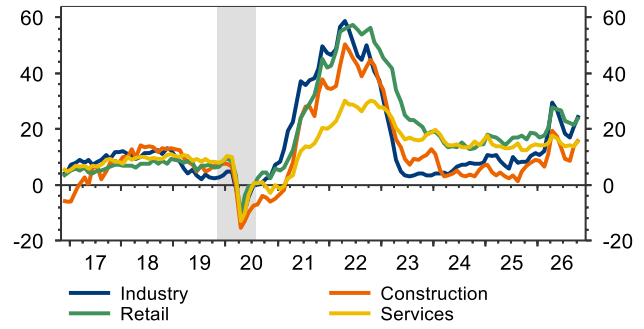
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat, LSEG Datastream

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



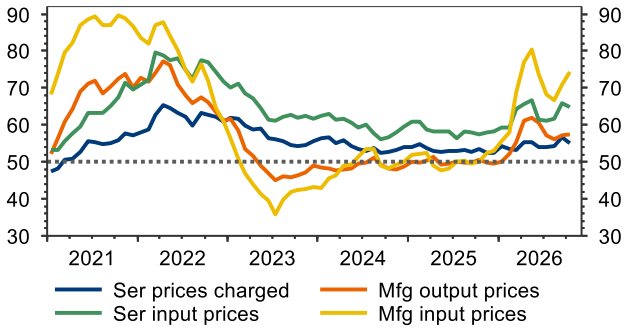
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat, LSEG Datastream

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.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile) paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Riccardo Bellesia riccardo.bellesia@intesasanpaolo.com
Mario Di Marcantonio mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com
Alessia Gavazzi alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi andrea.volpi@intesasanpaolo.com