

Focus Area euro
Inflazione media annua ben sopra l'obiettivo BCE anche nel 2022
4 novembre 2021

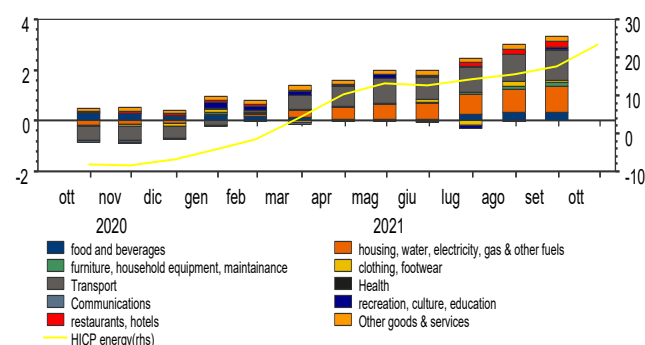
L'inflazione nella zona euro ha visto una rapida accelerazione negli ultimi mesi, sino al 4,1% a/a di ottobre. Rimane probabile che il rialzo dell'inflazione sia transitorio, ma riteniamo che non scomparirà rapidamente. Secondo le nostre previsioni, il trend nel corso dell'anno prossimo dovrebbe essere discendente, con un possibile picco a febbraio (al 3,5%) e un minimo a dicembre (all'1,5%). La media annua è stimata al 2,5% nel 2021 e al 2,6% nel 2022. L'incertezza rimane elevata e legata principalmente alla componente più volatile dell'indice, quella energetica.

Direzione Studi e Ricerche
Macroeconomic Research
Aniello Dell'Anno

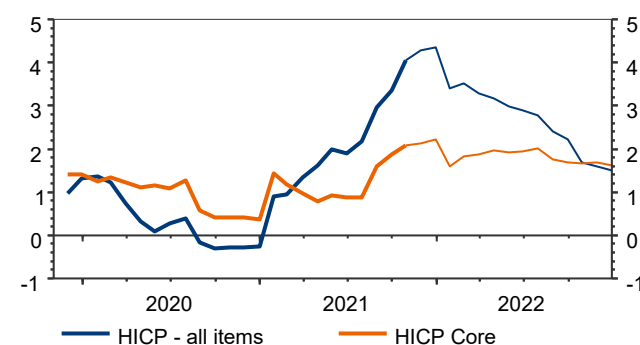
Economista - Area euro

L'inflazione nella zona euro, in territorio negativo negli ultimi cinque mesi del 2020, è tornata in positivo all'inizio di quest'anno, e ha poi visto una rapida accelerazione sino al 4,1% a/a di ottobre. Il forte aumento è stato determinato da fattori *una tantum*: il ripristino delle aliquote IVA in Germania, il rimbalzo dei prezzi dell'energia e l'aumento dei prezzi degli input per via dei problemi delle catene di approvvigionamento nell'industria. Una parte minoritaria dell'aumento è spiegata dall'effetto-riaperture (rincari dei prezzi dovuti al ritorno di domanda nei settori dei servizi, in precedenza soggetti a restrizioni). **Riteniamo ancora che l'effetto rialzista sarà transitorio; allo stesso tempo, appare ora chiaro che non sarà di breve durata.**

Nei prossimi mesi sul tasso d'inflazione insisteranno pressioni al rialzo legate a diversi fattori, e destinate a rientrare in tempi diversi. Per tali ragioni, secondo le nostre previsioni, **l'indice generale dei prezzi dovrebbe toccare il 2,5% in media d'anno nel 2021.** L'evoluzione in corso d'anno dovrebbe vedere i prezzi crescere attorno al 4,2% nel 4° trimestre 2021. Il dato del 2022 dipenderà molto dalla dinamica inflazionistica tra fine 2021 e inizio 2022: **abbiamo rivisto al rialzo il nostro scenario centrale, che vede ora un'inflazione media annua al 2,6%. Il trend del prossimo anno dovrebbe essere discendente, con un possibile picco a febbraio (al 3,5%) e un minimo a dicembre (all'1,5%). Il ritorno sotto la soglia del 2% è previsto solamente da ottobre.** Al contempo, le migliori condizioni del mercato del lavoro e l'impatto ritardato sia dei colli di bottiglia all'offerta che del rialzo dei prezzi energetici porteranno ad **un'accelerazione dell'indice sottostante al netto di alimentari freschi ed energia, dall'1,4% di quest'anno all'1,8% del 2022.** Nel prossimo anno, **la componente più volatile dell'indice spiegherà più di un terzo dell'inflazione.**

Fig. 1 - Le principali pressioni inflazionistiche su base annua vengono dall'energia


Fonte: Eurostat

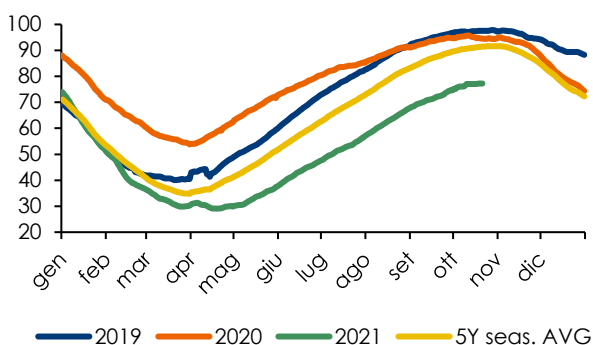
Fig. 2 - Inflazione generale vs. Inflazione sottostante


Fonte: elaborazioni e previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Inflazione energetica preda di shock non proprio inattesi

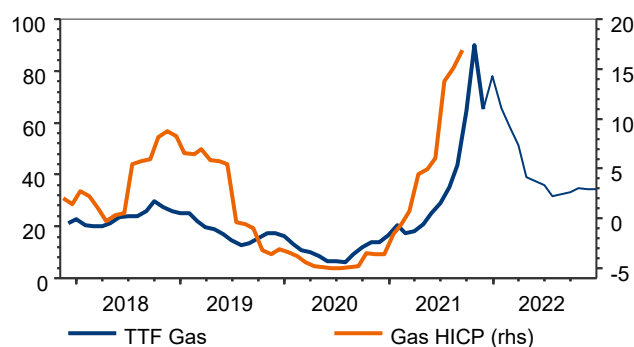
Circa metà dell'inflazione osservata nel 2021 sarà spiegata dalla componente energetica (+12,7% a/a). L'aumento del prezzo del gas naturale e il conseguente effetto di trascinamento sul petrolio manterranno la crescita dei listini energetici a due cifre anche nel primo semestre 2022; la discesa che seguirà dal trimestre primaverile manterrà comunque i prezzi più elevati rispetto al 2020, a causa del basso livello degli stoccaggi. L'effetto gas sull'indice generale è atteso svanire nel trimestre finale dell'anno mentre l'impatto sull'inflazione core sarà marginale e meno persistente. In ogni caso, **il nostro scenario principale prevede una crescita media annua dei prezzi dell'energia intorno al 10% nel 2022;** pensiamo che i rischi su questo scenario previsivo siano ora rivolti verso il basso.

Fig. 3 – Gli stoccaggi del gas naturale risultano più bassi del 15% rispetto alla media quinquennale



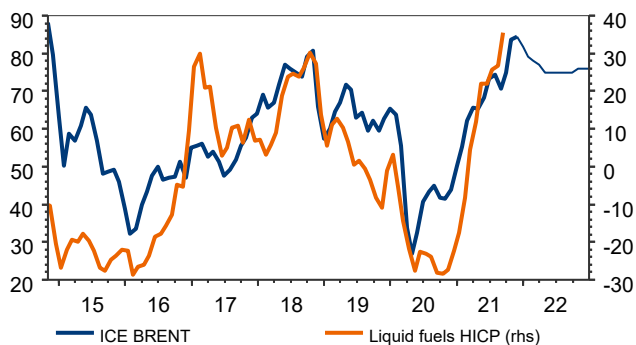
Fonte: Intesa Sanpaolo, Gas Infrastructure Europe

Fig. 4 – TTF gas naturale vs. IPCA gas



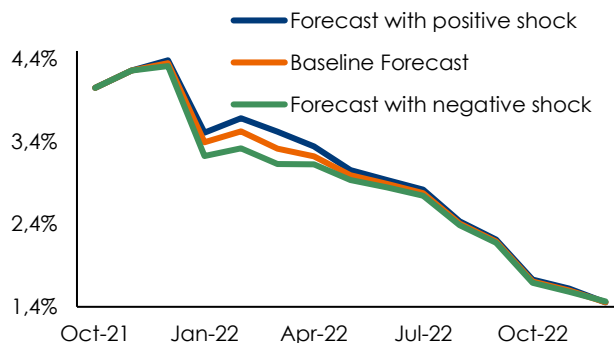
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Fig. 5 – Ice brent vs. IPCA carburanti



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Fig. 6 – Effetti di uno shock di +/-10% nel 1° trimestre 2022 sui prezzi di petrolio e gas sull'indice generale di inflazione nell'area euro



Fonte: elaborazioni e previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

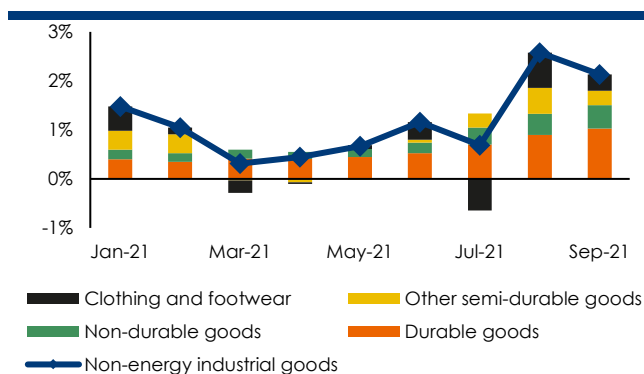
Non escludiamo possibili nuovi shock sui prezzi energetici nei mesi iniziali del nuovo anno.

Abbiamo analizzato due ipotesi alternative: 1) uno scenario peggiorativo, che prevede un rincaro aggiuntivo di gas e petrolio del 10% sui prezzi medi stimati nel 1° trimestre 2022, senza che si abbiano effetti di trascinamento sulle altre materie prime energetiche, e 2) uno scenario migliorativo, che prevede un calo del 10% dei prezzi di gas e petrolio sempre nel 1° trimestre 2022. Ipotizzando che tali shock siano transitori, l'effetto sull'inflazione media annua dell'Eurozona sarebbe limitato a un decimo. Tuttavia, non si possono escludere shock più duraturi, con effetti maggiori sull'indice generale dei prezzi.

Nuovi rialzi nelle componenti core

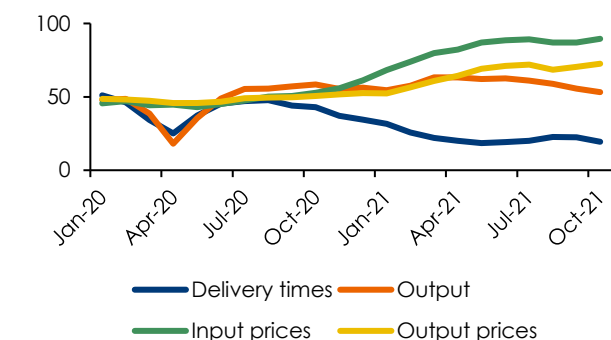
Anche l'indice core è atteso risalire nel 2022 per via, principalmente, di due fattori legati alla pandemia che si trascineranno nel prossimo anno. Il primo è rappresentato dalle **difficoltà nelle catene logistiche globali**, la cui persistenza e profondità sono ben maggiori di quanto atteso inizialmente. Di recente, anche le indagini PMI hanno ripreso a segnalare la volontà delle imprese di trasferire sui prezzi di vendita gli aumenti dei costi degli input. Secondo la nostra analisi, l'impatto dei colli di bottiglia all'offerta sui prezzi dei beni manufatti non energetici toccherà il punto di massimo nella prima parte del 2022. Inglobando nel nostro modello previsionale la componente "tempi di consegna" dell'indice PMI manifatturiero come *proxy* delle strozzature all'offerta, abbiamo stimato il contributo sull'inflazione generale in 0,26pp; tuttavia, è probabile che l'effetto totale sia sottostimato dal nostro modello: facendo interagire la nostra *proxy* con una variabile *dummy*, in modo da isolare nel tempo l'effetto che vogliamo stimare, l'impatto finale risulta più alto. Ad ogni modo, il nostro scenario centrale prevede che il contributo medio annuo dei beni manufatti all'indice generale possa quasi raddoppiare nel prossimo anno, passando a 0,7pp da 0,4pp del 2021.

Fig. 7 – Prezzi dei beni manufatti non energetici



Fonte: Eurostat

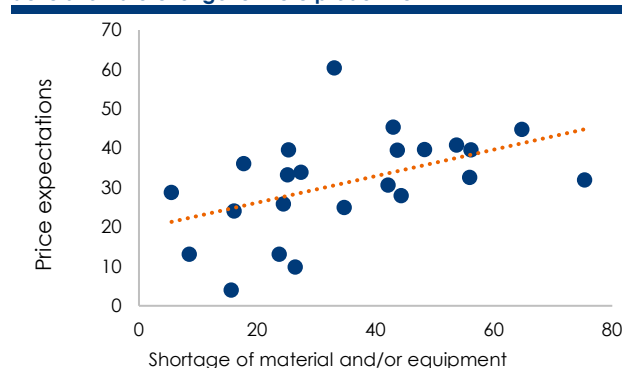
Fig. 9 – Persistono strozzature all'offerta a fronte di capacità produttiva disponibile; le imprese intendono trasferire sui prezzi di vendita gli aumenti di costo degli input



Fonte: componenti indagine IHS Markit PMI settore manifatturiero

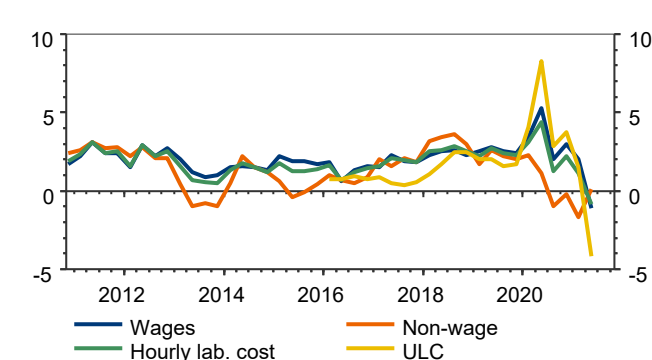
L'altro fattore da tenere in considerazione è l'**effetto-riapertura**, atteso incidere anch'esso sull'inflazione nella prima parte del 2022. Attualmente, l'aumento della spesa in servizi sta portando a un incremento dei prezzi di questi ultimi. Ad esempio, ad agosto le componenti trasporto aereo e alberghi, tra i comparti che hanno sperimentato maggiori pressioni disinflazionistiche lo scorso anno, hanno registrato un rincaro del 9,6% e 5,6% a/a rispettivamente.

Fig. 8 – Correlazione positiva tra aspettative dei prezzi e intensità delle strozzature lungo le filiere produttive



Nota: aspettative sui prezzi e % di imprese che segnalano la carenza di materiali e attrezzature, all'interno dei vari sotto-settori manifatturieri.
Fonte: Commissione Europea

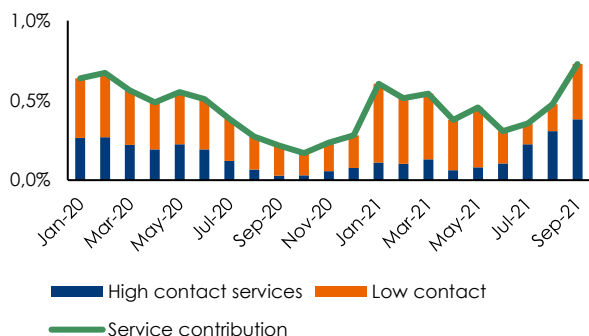
Fig. 10 – Gli indici sul costo del lavoro restano ampiamente sotto controllo



Fonte: Eurostat

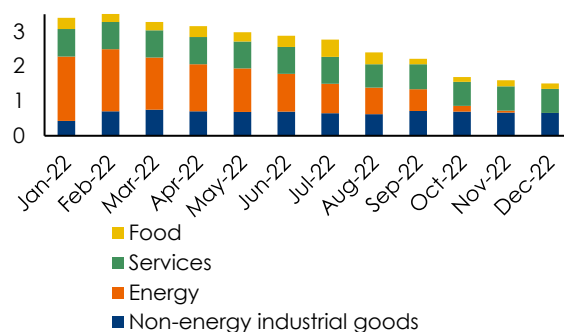
Ad ogni modo, gli aumenti che stiamo ora osservando sono in gran parte aggiustamenti *tantum*, ed è impossibile che i prezzi dei servizi accelerino strutturalmente se non cambia la dinamica salariale.

Fig. 11 – Prezzi dei servizi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 12 – Contributi all'inflazione nel 2022



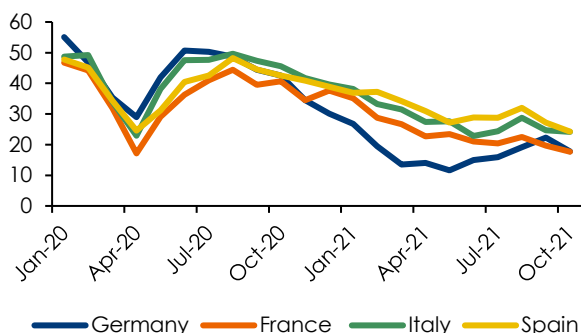
Fonte: elaborazioni e previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Nel nostro scenario centrale l'eccesso di domanda tenderà ad essere riassorbito nel corso del 2022. Il mercato del lavoro non mostra segnali di tensioni generalizzate: i salari nell'Eurozona torneranno a crescere, ma la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto sarà frenata dalla ripresa ciclica della produttività. In conclusione, ci aspettiamo **un'accelerazione dell'indice sottostante al netto di alimentari freschi ed energia, dall'1,4% di quest'anno all'1,8% del 2022**. Nel corso dell'anno si osserverà una dinamica altalenante dell'inflazione core, spiegata in buona parte da effetti base: l'indice è atteso scendere di oltre mezzo punto a gennaio, toccare il 2% (massimo nell'anno) in aprile ed in luglio, e poi chiudere il trimestre autunnale intorno all'1,7%.

Germania e Spagna sopra la media Eurozona

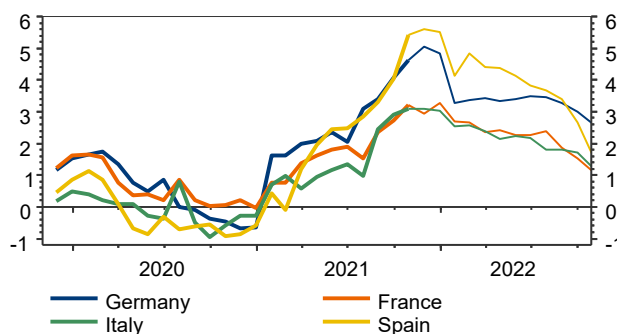
Sarà l'inflazione tedesca a tenere l'indice dell'Eurozona ben sopra il 2% anche nel 2022. La Germania rimane un osservato speciale, in quanto una elevata inflazione *headline* potrebbe stimolare maggiori rivendicazioni salariali, con il rischio di effetti di "seconda battuta". Per queste ragioni, la dinamica salariale (anche alla luce di un probabile aumento del salario minimo) e l'inflazione core sono attese in accelerazione l'anno prossimo. Inoltre, una politica ambientale aggressiva da parte del nuovo Governo potrebbe portare a un inasprimento della cosiddetta *carbon tax* e, di conseguenza, impattare la componente energia nel medio termine. Entrambi questi fattori di rischio sono all'attenzione del Consiglio Direttivo BCE, come hanno rivelato i verbali dell'ultima riunione di politica monetaria.

Fig. 13 – Intensità delle strozzature lungo le filiere produttive ("supply disruption") nell'area euro



Nota: "Supply Disruption" = Indice PMI manifatturiero tempi di consegna.
Fonte: IHS Markit

Fig. 14 – Andamento dell'inflazione armonizzata nelle quattro maggiori economie dell'area euro



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Anche la Spagna registrerà un'inflazione media annua superiore alla media dell'Eurozona nel prossimo anno.

La forte variabilità dell'indice spagnolo è spiegata in gran parte dalle pesanti variazioni dei prezzi del gas; rispetto agli altri grandi Paesi dell'area, la Spagna risulta più vulnerabile a questo shock, sia per il maggiore peso che la componente energia occupa all'interno dell'indice generale, sia per il massiccio utilizzo di gas naturale per la produzione di energia elettrica (a differenza di Francia e Germania che possono disporre di energia nucleare). Nonostante il Governo abbia già adottato misure volte a calmierare i rincari delle bollette energetiche (la Spagna per il 2021 ha stabilito il tetto delle bollette sui livelli del 2018), i prezzi dell'energia sono cresciuti del 4,7% m/m (28,8% a/a) in settembre, e continueranno a crescere nei prossimi mesi.

Conclusioni

Secondo le nostre previsioni, **nel 2022 l'indice generale dei prezzi dovrebbe crescere di 2,6%, più che nel 2021 (2,5%)**. L'impatto delle strozzature all'offerta, unitamente al parziale trasferimento dei forti rialzi dei listini energetici e al miglioramento delle condizioni sul mercato del lavoro, porteranno anche ad una ripresa dell'indice core (nostra stima: 1,8% nel 2022). Il livello dell'inflazione media annua del 2022 dipenderà molto dalla forza e dalla persistenza degli shock energetici attesi nei mesi invernali. Il contributo principale arriverà dall'indice sottostante (circa il 60%), mentre l'energia spiegherà circa un terzo della crescita dei prezzi.

Il trend nel corso dell'anno prossimo dovrebbe essere discendente, con un possibile picco a febbraio (al 3,5%) e un minimo a dicembre (all'1,5%). Dopo la drastica revisione attuale, riteniamo che i rischi sul nostro scenario previsivo siano bilanciati.

Anche la **BCE** a dicembre potrebbe rivedere ulteriormente al rialzo le sue previsioni di inflazione, mantenendo però verosimilmente un rallentamento dell'indice generale nel 2022 rispetto al 2021, e stime di più lungo termine ancora al di sotto del 2%.

Ad ogni modo, **nei prossimi anni l'inflazione misurata dall'indice armonizzato rischia di essere distorta verso il basso**. Gli impulsi fiscali anche finanziati attraverso le risorse del Programma NextGenEU potrebbero portare a un "surriscaldamento" in alcuni comparti, tra cui l'edilizia; il rischio di un aumento del prezzo delle abitazioni è alto ed è concentrato nei Paesi, tra cui l'Italia, che hanno destinato cospicue risorse al settore. Attualmente, però, l'indice IPCA non include al suo interno il costo dell'abitazione di proprietà, che, comunque, avrebbe un effetto pro-ciclico sull'inflazione¹.

¹ Vedi [Costo dell'abitazione: quale sarà l'impatto sull'inflazione armonizzata europea?](#)

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-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.

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 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 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 Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche 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 – facendo riferimento a 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 loro società del 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>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

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 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 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 Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

62170

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

62985

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

62128

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Lorenzo Biagioli

lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com

Aniello Dell'Anno

63071

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

Giovanna Mossetti

62110

giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

62339

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

International Economics

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

62109

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com