

Macro Rapid Response

USA – Il genio dell'inflazione è ormai uscito dalla lampada

Il CPI a gennaio ha registrato un rialzo di 0,6% m/m, sia per l'indice headline sia per quello core. Per la settima volta in dieci mesi il CPI core è cresciuto di almeno 0,5% m/m. L'inflazione headline, a 7,5% a/a, e quella core, a 6% a/a, sono sui massimi dal 1982. Le variazioni sono diffuse e non si può parlare di aggiustamenti di prezzi relativi: emerge ormai un concatenamento di rialzi che si trasmette da un settore all'altro e si collega anche all'andamento dei salari.

I maggiori contributi alla variazione mensile vengono da alimentari, elettricità, abitazione, oltre che da auto nuove e usate, sanità, abbigliamento. Gli alimentari sono in rialzo di 0,9% m/m, e anche l'energia riprende a salire, con una variazione di 0,9% m/m, guidata dall'elettricità e solo in parte compensata da correzioni per benzina e gas naturale.

■ L'inflazione **core** è spinta sia dai beni sia dai servizi.

□ I **beni core** hanno prezzi in rialzo di 1% m/m (11,7% a/a), e confermano le pressioni alimentate in questo comparto da una domanda sempre elevata e da un'offerta frenata da persistenti colli di bottiglia. I rialzi più solidi riguardano le auto usate (1,5% m/m, 40,5% a/a), l'abbigliamento (1,1% m/m, 5,3% a/a), i prodotti sanitari (0,9% m/m), il cibo consumato fuori casa (0,7% m/m, 6,4% a/a), l'arredamento (1,6% m/m, 9,3% a/a).

□ Per i **servizi ex-energia**, la variazione complessiva è di 0,4% m/m (4,1% a/a) spinta dagli affitti e affitti figurativi (0,4% m/m) e dai servizi medici (0,6% m/m). L'abitazione è frenata dalle tariffe alberghiere (-4,2% m/m) in calo nel pieno di Omicron, ma in probabile ripresa nei prossimi mesi. I trasporti svoltano con un rialzo di 0,9% m/m, sulla scia di tariffe aeree in ripresa di 2,3% m/m. Un esempio della trasmissione dei rialzi dei prezzi fra i settori viene dall'aumento delle tariffe dell'assicurazione auto, +0,9% m/m, per via degli incrementi dei costi delle riparazioni e dei prezzi delle auto.

■ Da aprile il trend dell'inflazione sarà probabilmente in calo per via dell'effetto confronto con il 2021, che era stato spinto dagli aumenti dei prezzi energetici e dal picco delle strozzature all'offerta. Il focus sarà però concentrato sulle **variazioni mensili**: lo scenario dipenderà dall'andamento dell'eccesso di domanda di beni e di lavoro.

□ Nel 2022, la domanda dovrebbe spostarsi dai beni ai servizi, in seguito all'evoluzione della pandemia verso una fase endemica. Ciononostante, per gran parte del 2022 gli aumenti mensili dei **prezzi dei beni core, se pure in via di ridimensionamento**, dovrebbero mantenersi intorno a 0,4-0,5% m/m, al di sopra della media storica, vicina a zero. Infatti, i prezzi alla produzione ancora in rialzo, i bassi livelli delle scorte e i tempi di consegna sempre elevati, nonostante qualche indicazione di stabilizzazione dei problemi delle catene produttive, non permettono di prevedere un ritorno alla dinamica del passato.

□ Sul fronte dei **servizi**, rimane dominante il **rischio verso l'alto per la componente abitazione ex-energia**, collegato al rialzo dei prezzi delle case e alla carenza di immobili sul mercato sia per l'acquisto sia per l'affitto. Gli aumenti degli affitti, rilevati a intervalli maggiori di un mese, dovrebbero generare ulteriori accelerazioni della componente abitazione nei prossimi trimestri. I servizi al netto di abitazione ed energia risentiranno in misura crescente della **scarsità di manodopera**, evidente dall'andamento delle posizioni aperte e delle dimissioni particolarmente marcate nei settori aggregativi, e **degli aumenti salariali**, in una fase in cui la domanda dovrebbe riaccelerare sulla scia del miglioramento del quadro sanitario. Anche per i servizi core, la dinamica mensile prevalente nel resto del 2022 difficilmente potrà essere inferiore a una media di 0,4% m/m.

In conclusione, i prezzi core dovrebbero registrare aumenti almeno compresi fra 0,4 e 0,5% m/m nel primo semestre e, nella migliore delle ipotesi, intorno a 0,4% m/m nella seconda

10 febbraio 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

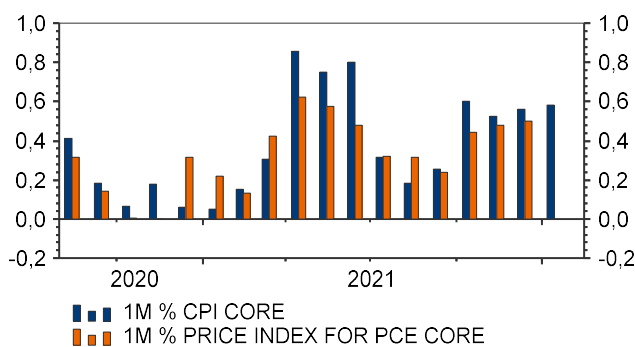
Economista - USA e Giappone

metà dell'anno, compatibili con **un'inflazione core oltre il 3,5% a fine 2022**, richiedendo, a nostro avviso, rialzi dei tassi verso livelli superiori alla neutralità.

Il FOMC ha ancora due dati importanti da valutare prima della riunione di metà marzo: l'**inflazione** e l'occupazione (cioè i **salari**) di febbraio. Alla luce dei dati disponibili finora, sembra chiaro che i rialzi fra marzo e giugno non saranno "graduali", cioè saranno più rapidi rispetto al ritmo di 25 pb a trimestre visto nel 2015.

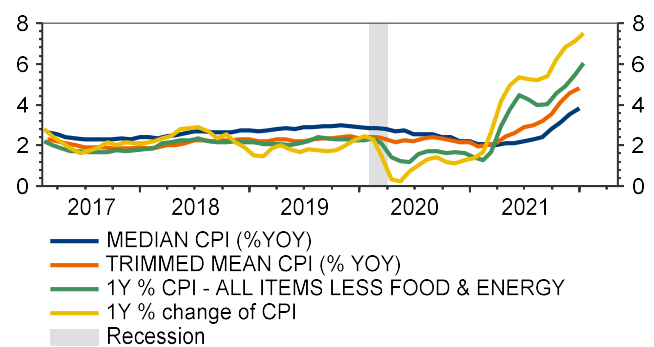
Questo significa a nostro avviso, che **entro giugno sono in arrivo come minimo rialzi per 75 pb**, con due alternative: un rialzo di 50 pb a marzo seguito da un rialzo a giugno, oppure un rialzo di 25 pb a marzo, maggio e giugno. Molto dipenderà dai dati di febbraio: con una nuova sorpresa verso l'alto dall'inflazione, aumenterebbe la probabilità di 50 pb a marzo. Ma questa ipotesi, a nostro avviso, porterebbe con sé rischi di uno scenario anche più aggressivo. In caso di segnali di ulteriori significative pressioni verso l'alto, **si potrebbe anche iniziare a prevedere un rialzo di 50 pb a marzo, e due rialzi consecutivi di 25 pb a maggio e giugno, per un totale di 100 pb in tre mesi**. Non è lo scenario centrale, ma deve entrare nel radar.

Fig. 1 – Variazioni mensili dei prezzi core ancora sopra i livelli di guardia



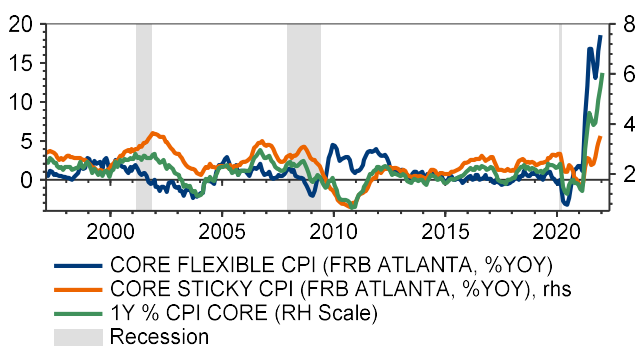
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 2 – I rialzi sono diffusi e non sono compatibili con semplici aggiustamenti dei prezzi relativi



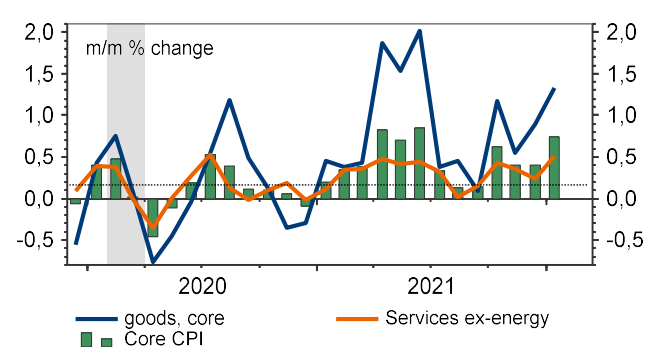
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 3 – L'inflazione si sta disancorando



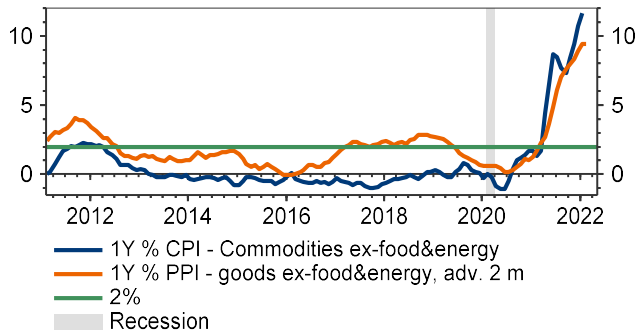
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 4 – Aumenti elevati sia per i beni core sia per i servizi ex-energia



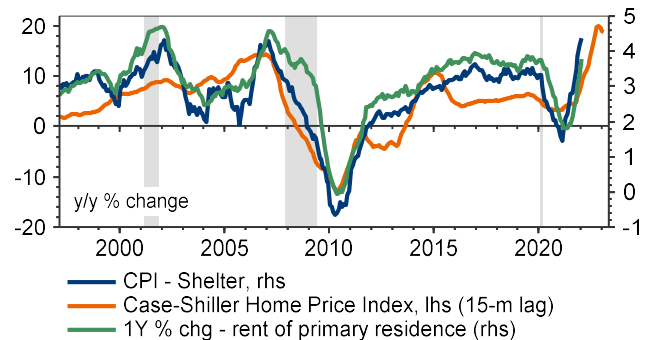
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 5 – I prezzi alla produzione puntano a ulteriore accelerazione dell'inflazione dei beni core



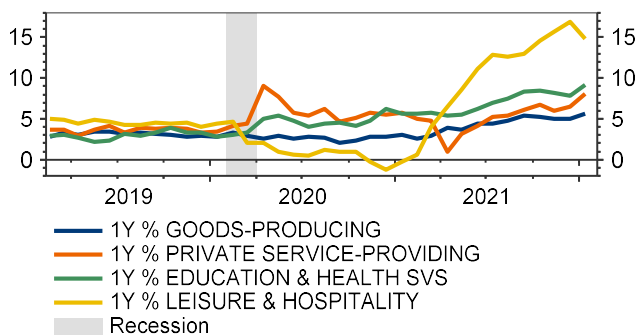
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 6 – Componente abitazione: cronaca di un aumento annunciato



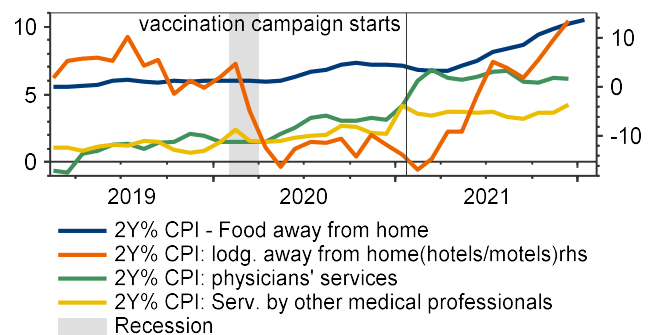
Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 7 - Salari orari nei servizi in aumento molto più rapido che nell'industria



Fonte: Refinitiv-Datastream

Fig. 8 – L'accelerazione dei prezzi nei servizi coincide con la riapertura delle attività e la ripresa della dinamica salariale



Fonte: Refinitiv-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 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 15c-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.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 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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasanpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasanpaolo.com

International Economics

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasanpaolo.com
---------------	-------	----------------------------------