

Macro Rapid Response

Area euro. Inflazione: mare in tempesta

I **prezzi al consumo** a maggio hanno registrato un nuovo forte rialzo di 0,8% m/m e l'indice core è cresciuto di 0,7% m/m. I maggiori contributi alla variazione mensile vengono dall'energia (+2% m/m), spinta al rialzo dai rincari dei carburanti, e dagli alimentari (+1,6% m/m), che risentono dei problemi all'offerta legati al conflitto tra Russia ed Ucraina. Sul mese crescono anche i beni manifatturi (+0,6 m/m), che continuano a risentire dell'impatto dei colli di bottiglia lungo le filiere produttive, e i servizi (+0,4% m/m). Lo spaccato evidenzia aumenti diffusi a tutte le componenti. **L'inflazione headline, a 8,1% a/a da 7,4% precedente, e quella core, a 4,4% a/a, sono sui massimi dal 1998** (ovvero da quando esistono i dati comparabili).

- L'inflazione core, salita al 4,4% dal 3,9% precedente, è ancora una volta spinta sia dai beni che dai servizi:
 - i beni manifatturi ex-energia sono passati al 4,2% dal 3,8% di aprile, e segnalano pressioni alimentate da una domanda ancora elevata e da un'offerta frenata da colli di bottiglia, il cui contributo sull'inflazione di questo mese è stimato intorno a 0,8pp.
 - Per i servizi la variazione è stata di 3,5% da 3,3% precedente; ad ogni modo, il settore è il meno impattato dai rincari energetici ed è poco probabile che i prezzi dei servizi accelerino bruscamente se non cambia la dinamica salariale.
- Le aspettative di una moderazione dei prezzi delle materie prime sono state deluse negli ultimi mesi, e le stime di inflazione sistematicamente riviste al rialzo. La dinamica del PPI dei beni di consumo suggerisce rischi per la dinamica dei prezzi dei beni al netto dell'energia nei prossimi mesi (vedi Fig. 1). **Pensiamo che l'inflazione di fondo toccherà il massimo nel trimestre estivo** ma, in ogni caso, riteniamo che la discesa attesa a partire da ottobre sarà lenta (vedi Fig. 5). In media annua l'indice core dovrebbe assestarsi intorno al 4% nel 2022.
- In sintesi, **ci aspettiamo un'inflazione media annua nel 2022 intorno al 7%. Le nostre stime per il 2023 prevedono un rallentamento della dinamica dei prezzi al consumo, che però rimarrà anche il prossimo anno significativamente al di sopra (3,4%) della soglia tollerata dalla BCE.** Il nostro scenario centrale sconta un parziale rientro delle tensioni sul greggio, verso i 95 dollari al barile in media il prossimo anno, e sul gas naturale, a 75 €/MWh (vedi Fig. 3 e 4). Se, invece, il prezzo delle commodity si mantenesse sui livelli attuali più a lungo (oggi il petrolio ha toccato i 124 dollari al barile), l'inflazione rischierebbe di superare il 4% nel 2023. Riconosciamo che permangono ancora rischi verso l'alto da fattori esogeni. Il permanere dell'inflazione al di sopra del target per un periodo prolungato di tempo rischia di compromettere l'ancoraggio delle attese sui prezzi. La dinamica salariale è attesa accelerare marcatamente nella seconda parte dell'anno anche se al momento il rischio che si inneschi una spirale prezzi-salari è ancora basso.
- In Italia la stima preliminare dei prezzi al consumo ha spinto **l'inflazione calcolata sulla base dell'indice NIC al 6,9% a/a da 6% di aprile, e quella armonizzata al 7,3% a/a** (massimo da quando esiste la serie storica) da 6,3% precedente. Nel mese i prezzi sono cresciuti di +0,9% m/m sia sul NIC che sull'IPCA. Nel caso italiano, il forte rialzo è imputabile alla componente energetica (da +39,5% di aprile a +42,2%; +2,6% m/m), spinta in alto dalla crescita dei prezzi del gas di città e gas naturale (da +61,9% a +66,3%; +2,8% m/m), del gasolio (da +23,1% a +25,0%; +2,2% m/m) e della benzina (da +13,0% a +13,9%; +1,8% m/m), ed agli alimentari (da +6,1% di aprile a +7,1%; +1,2% sul mese), in particolare gli alimentari lavorati (da +5,0% a +6,8%; +1,5% m/m). Sorprendono al rialzo (rispetto alla stagionalità di maggio, corretta per il trend degli ultimi mesi) i servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da +2,4% a +4,4%), grazie all'accelerazione dei prezzi dei servizi di alloggio (da +2,3% a +12,5%; +6,5% m/m), i trasporti (da +5,1% a +6,0%; +0,6 m/m) e l'housing; rallentano solo le comunicazioni. L'inflazione di fondo è salita con maggiore forza a maggio, al 3,3% a/a da un precedente 2,4%; ci aspettiamo però ulteriori rialzi nei prossimi mesi. La crescita di questo mese si deve sia

31 maggio 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

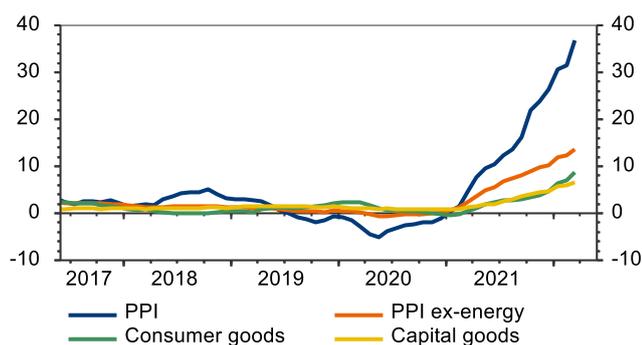
Aniello Dell'Anno

Economista - Area euro

ai prezzi dei beni (da +8,7% a +9,7%) sia a quelli dei servizi (da +2,1% a +3,1%). **Riteniamo che l'inflazione possa seguire un discendente stabile a partire dal 3° trimestre.** La media d'anno potrebbe attestarsi intorno al 6,5% nel 2022 e oltre il 2,5% nel 2023 (sull'indice armonizzato), con rischi verso l'alto.

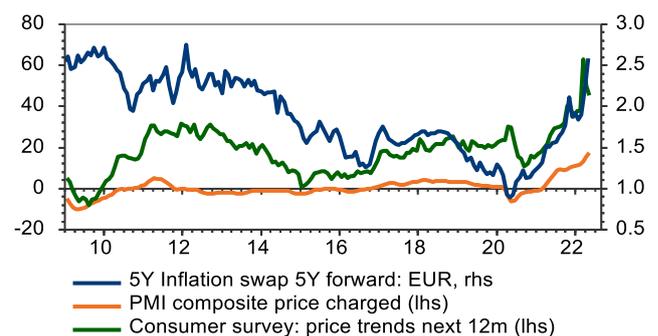
- **L'aumento dell'inflazione coinvolge quasi tutti i Paesi dell'area euro ad eccezione dei Paesi Bassi** che, nonostante la riduzione, registrano una crescita dei prezzi ancora superiore al 10%. Questa mattina in Francia l'inflazione è salita al 5,2% da 4,8% precedente sull'indice nazionale e al 5,8% dal 5,4% sull'armonizzato (su livelli più moderati rispetto alla media dell'Eurozona). Ieri, in Germania, l'inflazione armonizzata è salita all'8,7% a/a dal 7,8% precedente, ben oltre le attese, e si è portata sui massimi dall'inizio delle rilevazioni nel 1997. Su base nazionale l'inflazione è balzata al 7,9% a/a dal 7,4% di aprile, record toccato solamente durante i mesi a cavallo tra il 1973 e il 1974 (durante la prima crisi petrolifera). Anche l'inflazione spagnola è cresciuta più del previsto, all'8,5% a/a dall'8,3% precedente sull'indice armonizzato. In Belgio l'inflazione armonizzata è al 9,9% a/a ed è spiegata in gran parte dal contributo della componente energetica.
- I dati preliminari dell'inflazione di maggio rafforzano la posizione di chi ritiene **si debba accelerare nella decisione di aumentare i tassi** contro chi, come Philip Lane, pensa si debba procedere in maniera più graduale.

Fig. 1 – Prezzi alla produzione (% a/a)



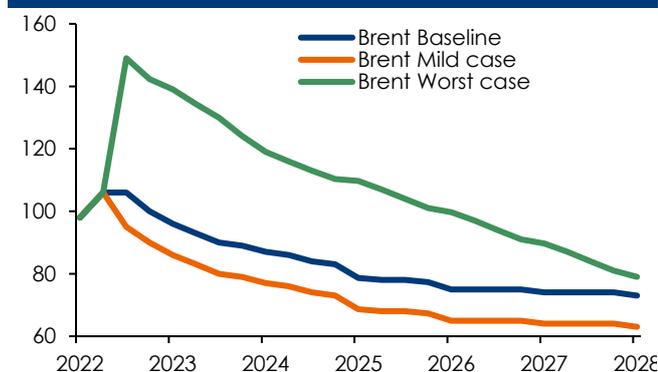
Fonte: Eurostat

Fig. 2 – Aspettative di inflazione



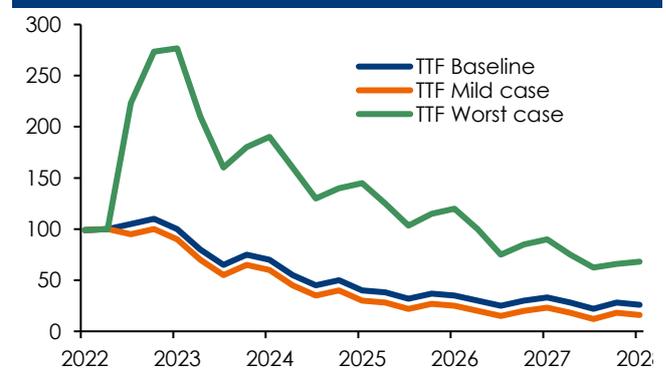
Nota: per il PMI, si riporta la differenza rispetto a 50.
Fonte: Commissione Europea, IHS Markit, Refinitiv-Datastream

Fig. 3 – Petrolio: scenari



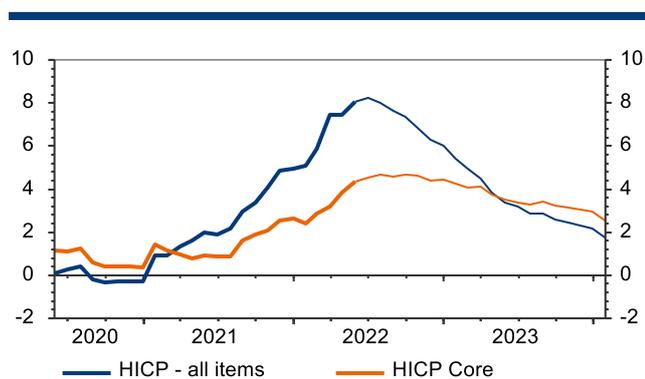
Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 4 – Prezzo del gas naturale in Europa: scenari



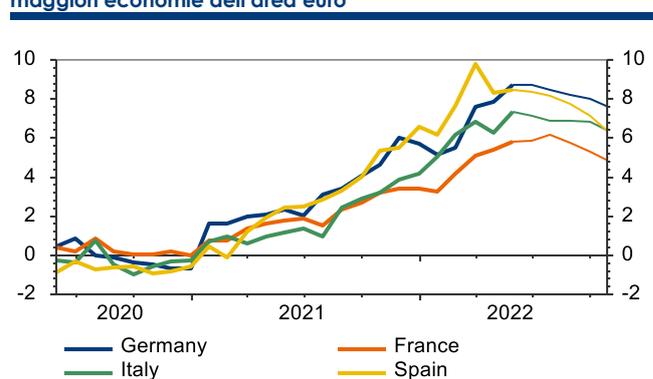
Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Dinamica dei prezzi



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Fig. 6 – Andamento dell'inflazione armonizzata nelle quattro maggiori economie dell'area euro



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati 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 S.p.A.-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.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 S.p.A. 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 Research Network

Economista - Asia ex Giappone

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