Macro Rapid Response

Area euro. Inflazione: l'allerta resta alta

1 luglio 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

I **prezzi al consumo** a giugno hanno registrato un nuovo rialzo di 0,8% m/m e l'indice *core* è cresciuto di 0,4% m/m. I maggiori contributi alla variazione mensile vengono ancora da energia (+3,3% m/m), spinta al rialzo dai rincari dei carburanti, ed alimentari (+1,1% m/m). Sul mese crescono anche i beni manufatti (+0,2 m/m) e i servizi (+0,3% m/m). **L'inflazione *headline*, a 8,6% a/a** (in linea con le nostre attese e sopra la stima di consenso di 8,3%), **e quella *core*, a 4,6% a/a, sono sui massimi dal 1998** (ovvero da quando esistono i dati comparabili).

- **Il meccanismo endogeno di trasmissione dei rincari energetici è ormai in atto e avrà un peso non trascurabile sulla dinamica annua dell'inflazione.** La conferma viene dalla continua accelerazione della componente alimentare[1], che, oltre ai rincari energetici, incorpora le spinte derivanti dai problemi all'offerta legati al conflitto tra Russa e Ucraina e fattori locali (per esempio, la siccità in alcune zone produttive). La crescita di alcune componenti dei beni manufatti ex-energia, come ad esempio arredamento ed elettrodomestici, segnala che i rialzi dei prezzi a monte (rincari delle materie prime, persistenza di colli di bottiglia all'offerta) potrebbero diventare più pervasivi. I servizi si confermano ancora il settore meno impattato dai rincari energetici (da 3,5% a 3,4% a giugno, per via del calo del prezzo dei servizi tedeschi per effetto del ribasso a 9€ al mese dell'abbonamento per il trasporto pubblico).

- Nei mesi estivi, **l'inflazione sarà parzialmente frenata dalle misure introdotte dai governi nazionali per calmierare i prezzi energetici.** In giugno, le misure del Governo tedesco hanno contribuito al calo, contro le attese, della variazione congiunturale dei prezzi al consumo (-0,1% m/m sulla misura armonizzata); nel dettaglio, la stima *flash* dai *Länder* ha evidenziato una marcata flessione di carburanti e trasporti (scesi, ad esempio, del -4,8% m/m e del -6,4% m/m in Sassonia), che hanno beneficiato del taglio (in vigore dal 1° giugno sino ad agosto) sul prezzo della benzina e del diesel e del ribasso a 9€ al mese dell'abbonamento per il trasporto pubblico.

- L'evoluzione in corso d'anno dovrebbe vedere l'indice generale spostarsi lungo un percorso di lenta discesa da agosto, lievemente più pronunciato rispetto alla dinamica core, che raggiungerà il punto di svolta più avanti a cavallo d'anno, e legato ad effetti base negativi dalla componente energia. In sintesi, **ci aspettiamo un'inflazione media annua nel 2022 al 7,4% nel 2022 ed intorno al 4% nel 2023.**

- **Sarà un autunno ad alta incertezza.** L'endogeneità dei rincari dei prezzi acquisirà forza nel secondo semestre, alla luce anche dei rischi al rialzo che arriverebbero dall'accelerazione della dinamica salariale: pensiamo che, sebbene sia attesa una riduzione dei salari reali, gli aumenti dei salari nominali saranno più alti della crescita della produttività, per cui le imprese potrebbero trasferire sui consumatori i maggiori costi. Non possiamo, inoltre, escludere nuovi shock esogeni nel 4° trimestre: se si verificasse un blocco delle forniture di gas naturale dalla Russia, aumenterebbero i rischi di un profilo dei prezzi delle materie prime energetiche più elevato più a lungo, con effetti sull'inflazione più forti e duraturi.

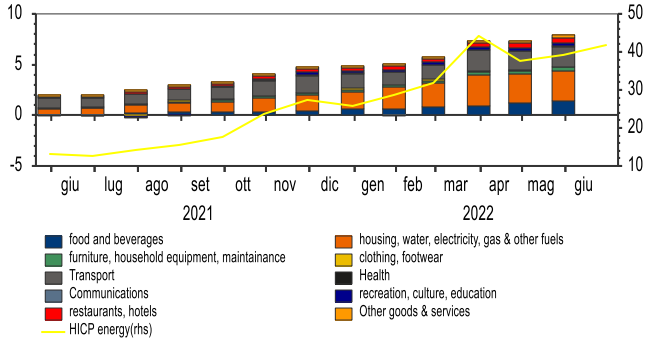
- In **Italia** la stima preliminare dei prezzi al consumo ha spinto **l'inflazione calcolata sulla base dell'indice NIC all'8% a/a da 6.8% di maggio, e quella armonizzata all'8,5% a/a** da 7,3% precedente, superando di gran lunga le attese. Nel mese i prezzi sono cresciuti di +1,2% m/m su entrambi gli indici. Ancora una volta, il forte rialzo è imputabile alla componente energetica (da +42,6% a +48,7%; +4,8% m/m), spinta in alto dalla crescita dei prezzi del gasolio da riscaldamento (da +47,5% a +52,7%, +4,9% m/m), del diesel (da +25,1% a +32,3%, +6,7% m/m) e della benzina (da +15,1% a +25,3%; +9,8% m/m), e dell'energia elettrica (da +74,7% a +87,5%; +7,6% m/m). Accelerano anche gli alimentari o (da +7,1% di maggio a +8,8%; +1,1% su base mensile), in particolare frutta fresca e refrigerata (da +6,0% a +10,9%;

[1] La componente degli alimentari freschi, che sono attesi chiudere il 2022 con una media annua sopra il 9%, risulta la più colpita dallo shock energetico.

+1,3% m/m). Il rialzo riguarda, inoltre, i servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da +4,4% a +5%), grazie all'accelerazione dei prezzi dei servizi di alloggio, e i trasporti (da +6% a +7,2%; +2 m/m). A giugno crescono anche i beni non durevoli (da +2,3% a +2,9%; +0,7% m/m); nel complesso, l'inflazione di fondo è salita ancora a giugno, al 3,8% a/a da un precedente 3,2% ma ci aspettiamo ulteriori rialzi nei prossimi mesi. **Riteniamo che l'inflazione possa seguire un discendente stabile a partire dal 3° trimestre.** La media d'anno potrebbe attestarsi intorno al 7,2% nel 2022 e oltre il 3% nel 2023 (sull'indice armonizzato), con rischi verso l'alto.

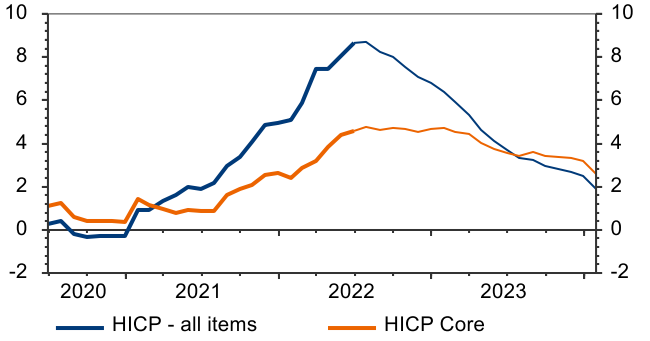
- **Nei prossimi mesi potrebbero ridursi le asimmetrie tra Paesi** (vedi Fig. 5). Ieri in Francia l'inflazione è salita dal 5,2% al 5,8% precedente sull'indice nazionale e dal 5,8% al 6,5% sull'armonizzato (il dato ha sorpreso al rialzo). Anche l'inflazione spagnola è cresciuta più del previsto, dall'8,5% a/a al 10% sull'indice armonizzato. Nei Paesi Bassi l'inflazione armonizzata è al 9,9% a/a ed è spiegata in gran parte dal contributo della componente energetica, com'anche in Belgio (10,5%). In controtendenza per via dell'impatto delle misure governative, in Germania, l'inflazione armonizzata è scesa all'8,2% a/a dall'8,7% precedente, mentre era attesa un'accelerazione a 8,8%. Su base nazionale l'inflazione è invece calata al 7,6% a/a dal 7,9% di maggio.

Fig. 1 - Le principali pressioni inflazionistiche su base annua vengono da energia e alimentari



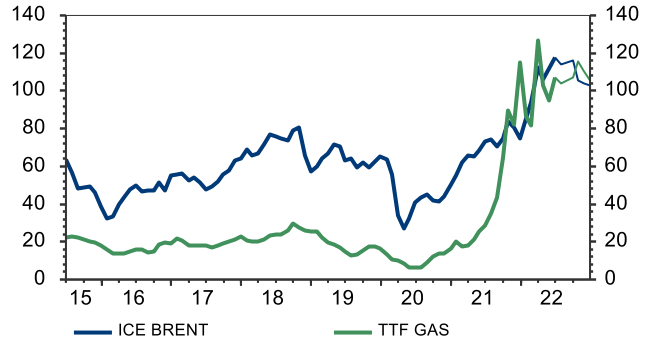
Fonte: Eurostat

Fig. 2 – Inflazione generale vs. Inflazione sottostante



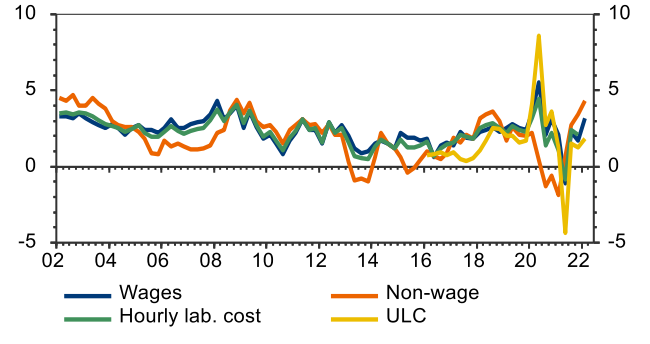
Fonte: elaborazioni e previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 3 – I prezzi di petrolio e gas naturale resteranno su livelli alti nei prossimi mesi



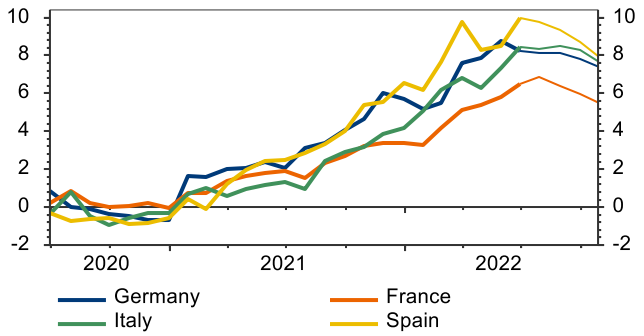
Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, su dati Bloomberg Finance LP ed Eurostat

Fig. 4 – I salari sono già in accelerazione (sia pure su ritmi inferiori all'inflazione).



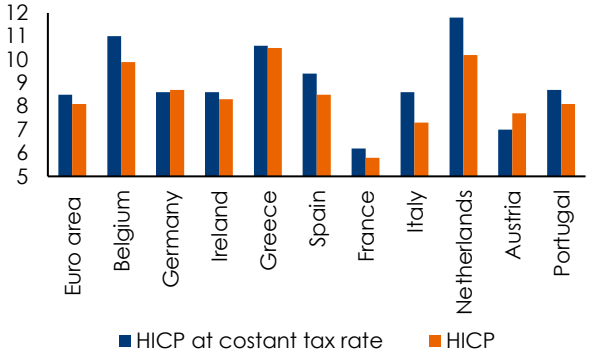
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 5 – Andamento dell'inflazione armonizzata nelle quattro maggiori economie dell'area euro



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

Fig. 6 – L'inflazione sarà parzialmente frenata dalle misure introdotte dai governi nazionali per calmierare i prezzi energetici



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

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 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.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 – 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 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@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 Research Network		
Economista - Asia ex Giappone		
Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasanpaolo.com