

Macro Rapid Response

Area euro. Inflazione: la svolta tarda ad arrivare

L'inflazione nell'Eurozona ha toccato l'**8,9% a/a in luglio, il massimo dal 1998** (ovvero da quando esistono i dati comparabili). Il dato ha sorpreso al rialzo. All'aumento mensile di luglio (0,1% m/m) hanno contribuito in modo sproporzionato alimentari lavorati (1,4%) e servizi (1,1%). **Il trend dell'indice core (al netto di energia e alimentari freschi) è salito al 5% a/a (+0,1% m/m)**, dopo il 4,6% a/a di giugno, con l'inflazione che si allontana ancor di più dall'obiettivo BCE sia per i servizi (3,7% a/a), sia per i beni industriali non energetici (4,5% a/a).

- **Sul rialzo di luglio pesa il meccanismo endogeno di trasmissione dei rincari energetici**, come dimostra l'accelerazione della componente alimentare e la crescita dei beni manufatti ex-energia, in particolare le componenti arredamento ed elettrodomestici. Le misure calmieranti dei governi, pur portando ad un calo dell'inflazione energia, hanno spiazzato solo in parte tale effetto di trasmissione.
- In sintesi, **rispetto ad un mese fa rivediamo al rialzo di tre decimi la nostra previsione di inflazione per quest'anno, al 7,6%, e di nove decimi quella per l'anno prossimo, al 4,6%**. La revisione è in buona parte concentrata sull'inflazione core, attesa ora al 4,3% nel 2022 e al 4% il prossimo anno. Il picco per l'indice sottostante si toccherebbe nel 3° trimestre 2022; un ritorno sotto il 2% si avrebbe solo nel 2024. Il rallentamento dell'indice generale, atteso da agosto, dovrebbe essere lievemente più pronunciato e legato ad effetti base negativi della componente energia.
- **I rischi sul nostro scenario previsivo restano verso l'alto**, per via di possibili nuovi shock sui prezzi dell'energia nella parte finale dell'anno, nonché di una possibile sottostima dell'impatto del meccanismo endogeno di trasmissione dei rincari a monte della catena produttiva. 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, anche se parte del recupero di potere d'acquisto per i lavoratori avverrà tramite bonus one-off, che non dovrebbero creare pressioni sulla tendenza di medio termine dell'inflazione. Non possiamo, inoltre, escludere uno scenario estremo di blocco totale dell'import energetico dalla Russia che potrebbe spingere il prezzo del gas naturale verso i 300 €/MWh a inizio 2023, accrescendo di almeno +1,1pp la media annua dell'inflazione il prossimo anno, ove si consideri solo il canale diretto.
- In **Italia l'inflazione** calcolata sull'indice nazionale è scesa al 7,9% a/a dall'8% di giugno. L'inflazione armonizzata è calata all'8,4% a/a da un precedente 8,5%. Nel mese i prezzi sono cresciuti di 0,4% m/m sul NIC e calati del -1,1% m/m sull'IPCA. Il rallentamento tendenziale dei prezzi è imputabile prevalentemente alla componente energetica (da 48,7% di giugno a 42,9%; zero la variazione congiunturale); gli alimentari accelerano a 9,6% a/a (+0,3% m/m). L'inflazione di fondo è viceversa salita, al 4,1% a/a da un precedente 3,8%; ci aspettiamo ulteriori rialzi nei prossimi mesi. La salita tendenziale dell'inflazione di fondo è dovuta esclusivamente ai prezzi dei servizi (3,6% da 3,4%), con i prezzi dei servizi relativi ai trasporti saliti da +7,2% a +8,9%, a fronte di un rallentamento per i beni (a 11,1% da 11,3% precedente). **Riteniamo che l'inflazione possa seguire un trend discendente stabile solamente a partire dal 4° trimestre**. La media d'anno potrebbe attestarsi ad almeno 7,4% nel 2022 e oltre il 3,5% nel 2023 (sull'indice armonizzato), con rischi verso l'alto.
- **Lo spaccato per Paese vede quindi la dinamica dei prezzi in Germania e Italia poco sotto la media dell'Eurozona, con la Spagna ben sopra tale soglia e la Francia ben al di sotto**. Ieri in Germania l'inflazione armonizzata è salita all'8,5% a/a dall'8,2% precedente, a dispetto di una correzione all'8,1% attesa dal consenso. In Francia l'inflazione è salita dal 5,8% al 6,1% precedente sull'indice nazionale e al 6,8% dal 6,5% sull'armonizzato (il dato ha sorpreso al rialzo). Anche l'inflazione spagnola è cresciuta più del previsto, dal 10% a/a al 10,8% sull'indice armonizzato. Nei Paesi Bassi l'inflazione armonizzata è all'11,6% a/a ed in Belgio al 10,4%.

29 luglio 2022

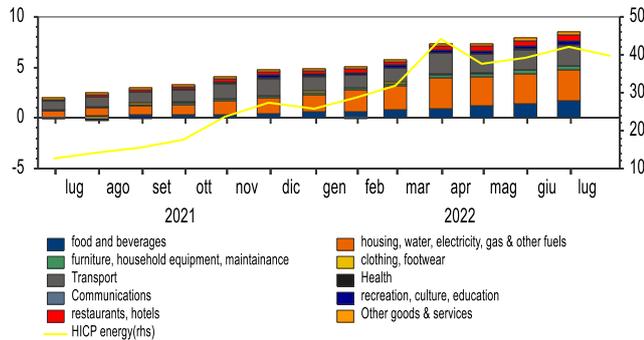
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Aniello Dell'Anno

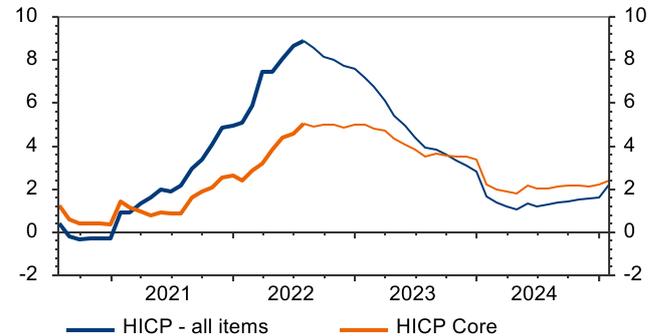
Economista - Area euro

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



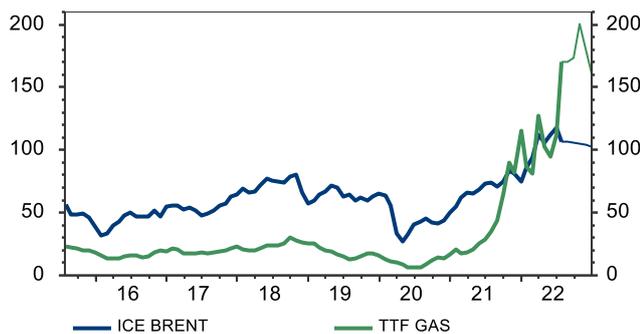
Fonte: Eurostat

Fig. 2 - Inflazione generale vs. Inflazione sottostante



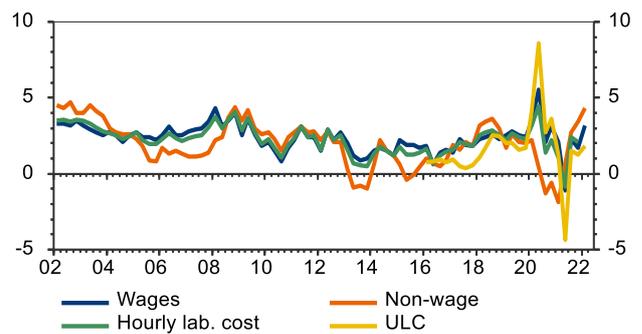
Fonte: elaborazioni e previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 3 - Il prezzo del gas naturale salirà ancora nei prossimi mesi



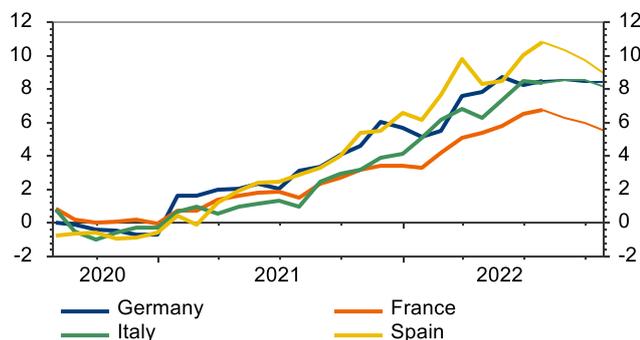
Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, su dati Bloomberg Finance LP ed Eurostat

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



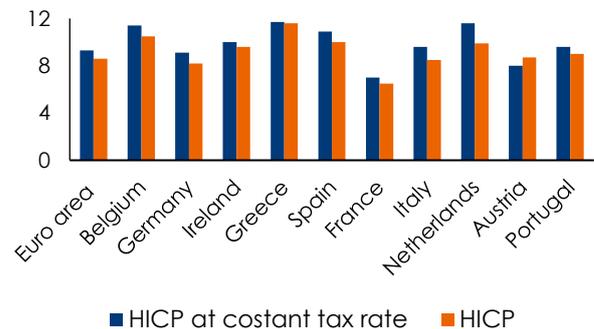
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

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 è solo 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 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 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
---------------	-------	----------------------------------