

Macro Rapid Response

Area euro: inflazione a doppia cifra

L'**inflazione continua a crescere oltre le attese** e la persistenza dello scarto positivo tra stima flash e previsione di consenso potrebbe anticipare cambiamenti più strutturali. La combinazione tra pressioni a monte della catena produttiva e un mercato del lavoro meno reattivo al calo ciclico dovrebbe mantenere l'inflazione su livelli alti più a lungo del previsto.

I **prezzi al consumo** a settembre hanno segnato un'accelerazione di 1,2% m/m e l'indice core è cresciuto di 0,9% m/m. I maggiori contributi alla variazione mensile vengono da energia (+3% m/m) e beni manufatti non energetici (+2,8% m/m) e poi alimentari (+1%); sul mese calano lievemente i servizi (-0,1% m/m). **L'inflazione headline, salita vertiginosamente al 10% dall'9,1%** (sopra la stima di consenso di 9,7%), **e quella core, a 6,1% a/a, sono su nuovi massimi dal 1998** (ovvero da quando esistono i dati comparabili).

Sul dato di settembre continua a pesare il meccanismo endogeno di trasmissione dei rincari energetici, come dimostra l'accelerazione dei beni manufatti ex-energia e la crescita della componente alimentari, oltre che il ritiro di alcune delle misure calmieranti (ad esempio, la fine del taglio sul prezzo dell'abbonamento per il trasporto pubblico in Germania) e l'aumento del prezzo del gas.

Pressioni al rialzo potrebbero arrivare nei prossimi mesi dal costo del lavoro, dal momento che una dinamica salariale in accelerazione e un *wage drift* positivo fino al 2024 potrebbero innescare effetti di seconda battuta e trainare l'inflazione da servizi. **Tra i (pochi) segnali rassicuranti, è da notare l'allentamento delle strozzature sulle catene del valore e sul sistema dei trasporti** a livello globale, anche se la dinamica del PPI, ancora spinta dall'energia, resta preoccupante (per esempio, ad agosto in Germania e in Italia il PPI ha raggiunto un nuovo massimo storico).

Riteniamo probabile che a partire da marzo l'inflazione segua una fase discendente guidata da un parziale rientro dei listini energetici e in particolare del gas naturale. **In media annua l'inflazione dovrebbe attestarsi all'8,3% nel 2022 e scendere solo di poco, intorno al 6,5%, nel 2023**, tornando vicino la soglia del 2% solamente nel 2024. L'incertezza resta molto elevata: da un lato, i rischi sul profilo atteso dei prezzi energetici restano verso l'alto; dall'altro, **le misure adottate o in via di discussione da parte dei governi nazionali e a livello di Commissione UE potrebbero avere maggiori effetti "calmieranti" sui prezzi finali dell'energia rispetto a quanto visto nell'ultimo anno**.

In **Italia** la stima preliminare dei prezzi al consumo ha spinto **l'inflazione calcolata sulla base dell'indice NIC all'8,9% a/a da 8,4% di agosto, e quella armonizzata al 9,5% a/a** da 9,1% precedente, in linea con le nostre attese. Nel mese i prezzi sono cresciuti di +0,3% m/m sull'indice nazionale e di +1,7% m/m sull'IPCA, con quest'ultima misura che ha beneficiato della fine dei saldi estivi. Il forte rialzo tendenziale è imputabile alla componente alimentari (da +10,1% a/a a +11,5%), e a quelli dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (da +4,6% a +5,7%). Un importante contributo è arrivato anche dai prezzi di beni non durevoli (da +3,8% a +4,7%) e di beni semidurevoli (da +2,3% a +2,8%). L'inflazione di fondo (sul NIC) è salita ancora a settembre, al 5% a/a da un precedente 4,4%, su livelli più bassi della media Eurozona. **Riteniamo che l'inflazione possa seguire un trend discendente stabile a partire dal 1° trimestre 2023**. La media d'anno potrebbe attestarsi al 7,9% nel 2022 ed intorno al 6% nel 2023 (sull'indice armonizzato), con rischi verso l'alto. Stamani, invece, in **Francia l'inflazione è scesa** al 5,6% dal 5,9% sull'indice nazionale e al 6,2% dal 6,6% sull'armonizzato, contro attese di marginale aumento. Nel mese, i prezzi al consumo hanno segnato una flessione di cinque decimi su entrambi gli indici. Il ribasso tendenziale è legato principalmente al rallentamento dei servizi, a 3,2% da 3,9%, e dell'energia (a 17,8% a/a da 22,7%). Prosegue invece la crescita degli alimentari (9,9% da 7,9% precedente),

30 settembre 2022

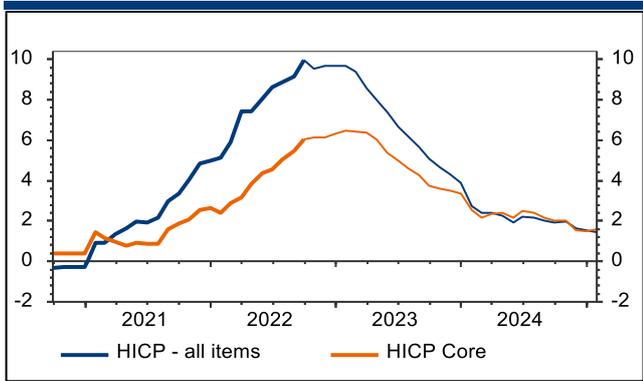
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

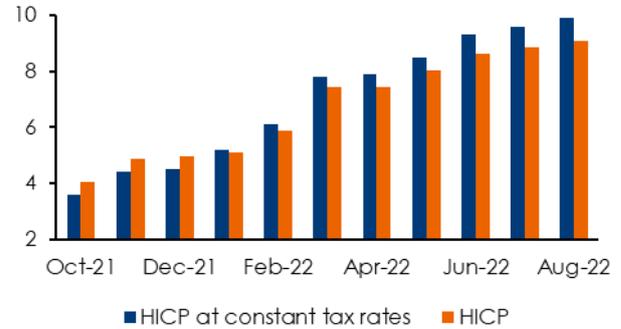
in particolare la componente non processata (a 11% da 3,5% precedente), e, in minor misura, dei beni manufatti (3,6% da 3,5% precedente). In media annua, l'inflazione dovrebbe attestarsi al 5,7% (sull'indice armonizzato) nel 2022 per poi moderare al 4,9% il prossimo anno.

Fig. 1 – Inflazione generale vs. Inflazione sottostante



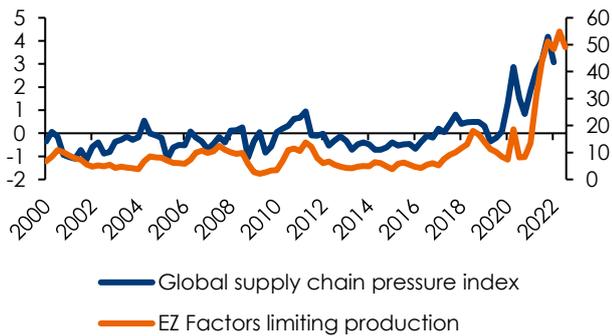
Fonte: elaborazioni e previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 2 – Le misure dei Governi hanno contribuito sinora solo moderatamente a calmierare i rialzi dei prezzi



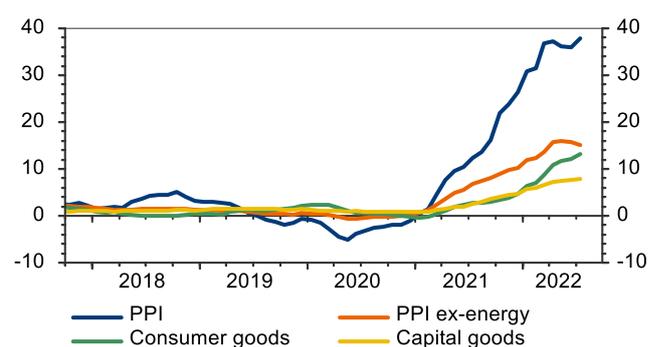
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 3 – I colli di bottiglia sembrano aver raggiunto un picco



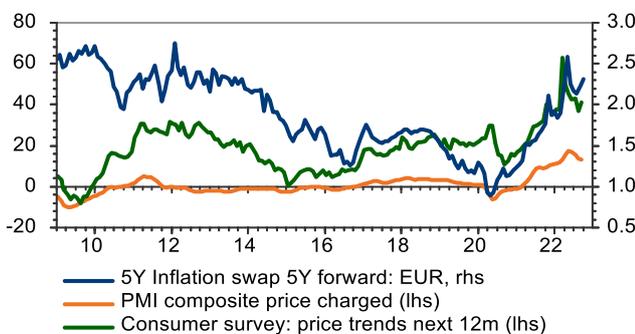
Nota: % degli intervistati che indicano la carenza di attrezzature/materiali come fattore limitante la produzione, dall'indagine trimestrale sulle imprese manifatturiere. Fonte: Commissione UE, Haver Analytics

Fig. 4 – Prezzi alla produzione (% a/a)



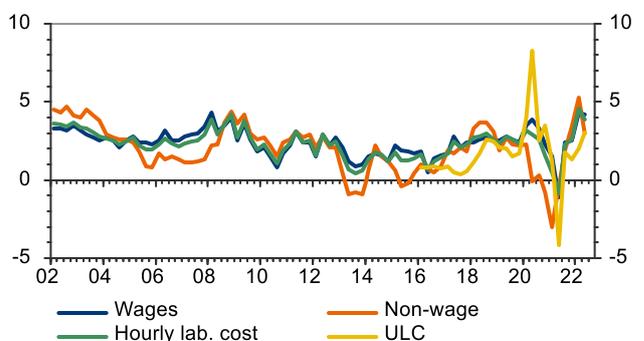
Fonte: Eurostat

Fig. 5 – Aspettative di inflazione



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

Fig. 6 – La crescita salariale staziona sotto l'inflazione, ma è in accelerazione



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.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