

## Macro Rapid Response

### Area euro: inflazione non ancora sul picco, rallenta il PIL nel 3° trimestre

L'inflazione nell'Eurozona è salita vertiginosamente, al 10,7% a/a al 9,9% di settembre, toccando così un nuovo massimo dal 1998 (ovvero da quando esistono i dati comparabili). Anche questo mese, il dato ha sorpreso al rialzo. Al forte aumento congiunturale di ottobre (+1,6% m/m) ha contribuito in modo sproporzionato l'energia (+6,5% m/m), spinta al rialzo dai rincari delle bollette. Sul mese crescono anche alimentari (+1,5% m/m) e beni manufatti (+1,2 m/m), che risentono dell'impatto del meccanismo di trasmissione dei rincari energetici. Lo spaccato evidenzia aumenti diffusi a tutte le componenti.

■ **L'inflazione core, salita al 6,4% (in linea con le nostre previsioni) dal 6% precedente**, è ancora una volta spinta in alto principalmente dai beni e meno dai servizi:

- i beni manufatti ex-energia sono passati al 6% dal 5,5% di settembre, e segnalano pressioni alimentate da costi di produzione ancora elevati.
- Per i servizi la variazione è stata di 4,4% da 4,3% precedente; il settore rimane il meno impattato dai rincari energetici ed è poco probabile che i prezzi dei servizi accelerino bruscamente visto anche il recente calo della domanda segnalato dalle indagini congiunturali.

■ **Sul rialzo di ottobre pesano sia il rincaro delle bollette**, in particolare l'aumento dei prezzi dell'energia elettrica e dal gas di città e gas naturale in Italia, **che il meccanismo endogeno di trasmissione dei rincari energetici**, come dimostra l'accelerazione della componente alimentare e la crescita dei beni manufatti ex-energia. In ogni caso, il recente calo dei prezzi del gas anticipa possibili diminuzioni dei prezzi energetici verosimilmente già da novembre.

■ In sintesi, **rispetto ad un mese fa rivediamo al rialzo di tre decimi la nostra previsione di inflazione per quest'anno, all'8,5%, e di poco più di un punto quella per l'anno prossimo, al 7,5%**. La revisione è in buona parte concentrata sull'inflazione core, attesa ora al 4,8% nel 2022 e al 5,7% il prossimo anno. Il picco per l'indice sottostante si toccherebbe nel 1° trimestre 2023, intorno al 7,3%; un ritorno vicino la soglia del 2% si avrebbe solo nel 2024. Il rallentamento dell'indice generale, atteso da febbraio, dovrebbe essere lievemente più pronunciato e legato ad effetti base negativi della componente energia.

■ **I rischi sul nostro scenario previsivo sono lievemente verso l'alto sulla componente core**. Tra i segnali rassicuranti, è da notare l'allentamento delle strozzature sulle catene del valore e sul sistema dei trasporti a livello globale, che inizia a riflettersi, nelle indagini di fiducia per l'Eurozona, in un calo dei tempi di consegna e degli ordini inevasi e in un rientro dai massimi degli indici dei prezzi pagati. D'altro canto, pressioni al rialzo potrebbero arrivare nei prossimi mesi dal costo del lavoro, visto che la dinamica salariale è vista in salita, nonostante le attese di una recessione economica, per effetto dei rinnovi contrattuali finalizzati a un parziale recupero di potere d'acquisto, nonché agli aumenti del salario minimo decisi da alcuni governi nazionali. Non è escluso che si possa vedere un *wage drift* positivo dal momento che gli aumenti una-tantum saranno più consistenti nei prossimi trimestri.

■ Di contro, **i rischi sull'inflazione energia sono rivolti ora verso il basso**, dato che diversi fattori (inverno meno rigido del previsto, alto livello degli stoccaggi, la riduzione dei consumi) potrebbero portare ad un prezzo del gas nei mesi invernali più basso del previsto.

■ **Lo spaccato per Paese vede quindi la dinamica dei prezzi in Germania e Italia ben al sopra la media dell'Eurozona, e Spagna e Francia al di sotto di tale soglia**. Venerdì in Germania l'inflazione armonizzata è salita all'11,6% a/a dall'10,9% precedente. In Francia l'inflazione è salita dal 6,2% al 7,1% sull'indice armonizzato. (il dato ha sorpreso al rialzo). Anche in **Italia l'inflazione è salita vertiginosamente sia sulla misura nazionale, all'11,9% a/a da 8,9% di**

31 ottobre 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Aniello Dell'Anno

Economista - Area euro

Andrea Volpi

Economista - Area euro

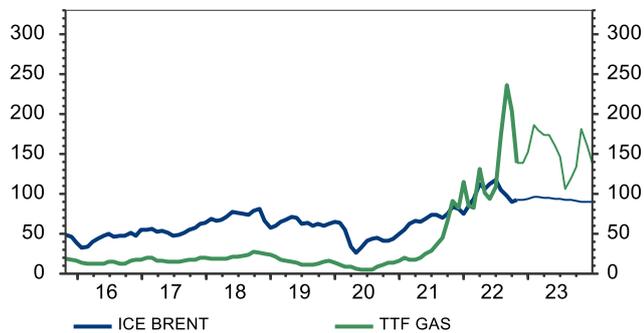
**settembre, che su quella armonizzata al 12,8% a/a** da 9,4% precedente, superando di gran lunga le attese. Di contro, **l'inflazione spagnola è calata più del previsto, al 7,3% a/a dal 9%** precedente sull'indice armonizzato.

**Sono stati pubblicati oggi anche i dati di contabilità nazionale relativi al 3° trimestre:**

- **Il PIL in Eurozona è cresciuto** in linea con le nostre previsioni **dello 0,2% t/t**, in rallentamento dallo 0,8% t/t registrato nel 2° trimestre. In termini tendenziali il PIL è in espansione del 2,1% da un precedente 4,1% e si trova ora il 2,1% al di sopra dei livelli pre-Covid. Tra le principali economie oltre alle sorprese al rialzo registrate in Italia e Germania l'economia è cresciuta anche in Francia, Spagna e Portogallo. Il PIL è invece calato in Belgio e Austria.
- Non è ancora disponibile lo spaccato delle componenti ma alla luce dei dati nazionali già pubblicati **riteniamo che la domanda interna abbia sostenuto l'espansione a fronte di un contributo negativo da parte delle esportazioni nette**. L'apporto delle scorte dovrebbe essere invece risultato sostanzialmente nullo. **Dal lato dell'offerta il valore aggiunto dovrebbe essere cresciuto nei servizi e calato nell'industria**.

Dopo sei trimestri consecutivi di ripresa **riteniamo che l'area euro sia entrata in una fase di contrazione già nel trimestre in corso che potrebbe estendersi anche alla prima parte del 2023**.

**Fig. 1 – Il prezzo del gas resterà l'elevato nei prossimi mesi...**



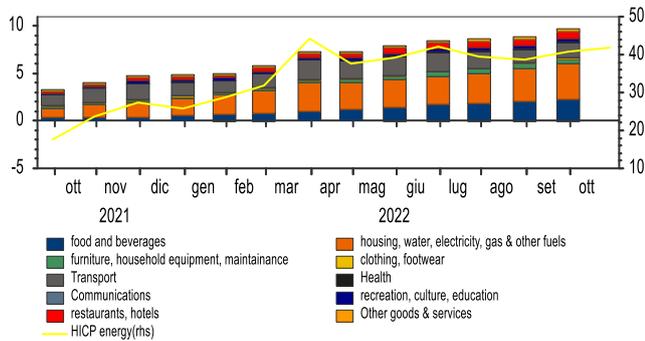
Fonte: Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, su dati Bloomberg Finance LP ed Eurostat

**Fig. 2 – ... mentre il picco dei colli di bottiglia è oramai alle spalle**



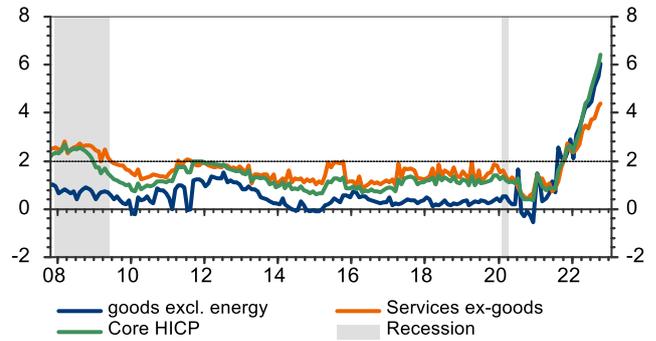
Nota: % degli intervistati che indicano la carenza di attrezzature/materiali come fattore limitante per la produzione. Fonte: Commissione UE, Haver Analytics

**Fig. 3 – Rincarì diffusi su tutte le componenti**



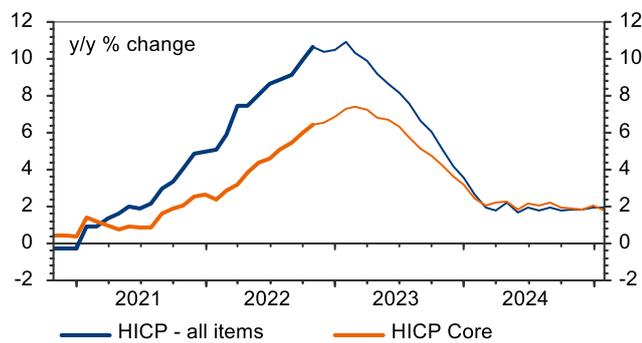
Fonte: Intesa Sanpaolo

**Fig. 4 – Inflazione core: beni vs. servizi**



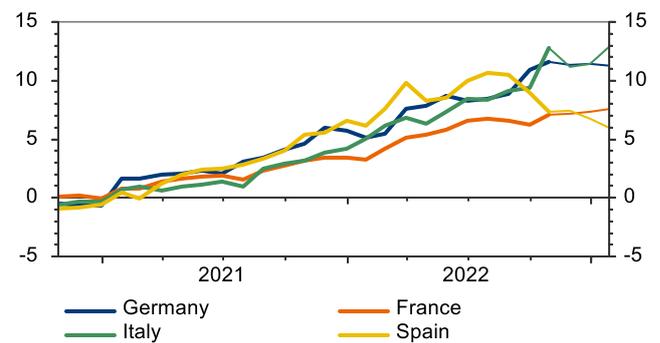
Fonte: Intesa Sanpaolo

**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
---------------	-------	---------------------------------