

## Macro Rapid Response

### Area euro: inflazione vicina ad un punto di svolta ma l'indice core è atteso crescere ancora

30 novembre 2022

L'inflazione **headline** dell'area euro è calata per la prima volta da giugno 2021, passando al 10% da 10,6% di ottobre; il dato è più basso sia delle attese di consenso (10,4%), che, in minor misura, delle nostre previsioni (10,2%). La flessione di novembre sembra rafforzare l'ipotesi di un'inflazione oramai vicina al punto di svolta. Di contro, continua il trend rialzista dell'inflazione core, cresciuta al 6,6% dal 6,4% (in linea con le nostre previsioni), segnale che il raffreddamento dell'indice sottostante avverrà con ritardo.

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

I prezzi al consumo hanno segnato una flessione di -0,1% m/m mentre l'indice core è cresciuto di 0,2% m/m. La contrazione congiunturale è dovuta alle componenti energia (-1,9% m/m) e servizi (-0,3%); sul mese crescono, invece, alimentari (+0,9%) e beni manufatti non energetici (+0,4% m/m). Sulla variazione tendenziale, l'energia (in flessione a 34,9% da 41,5% precedente) spiega oramai meno del 40% dell'inflazione complessiva; scendono i servizi (4,2% da 4,3% precedente), sulla scia del calo della domanda. In aggiunta, la riduzione della pendenza sul trend di alimentari e beni manufatti rifletterebbe un rallentamento del meccanismo di trasmissione dei rincari energetici e un allentamento delle strozzature sulle catene del valore.

Aniello Dell'Anno

Economista - Area euro

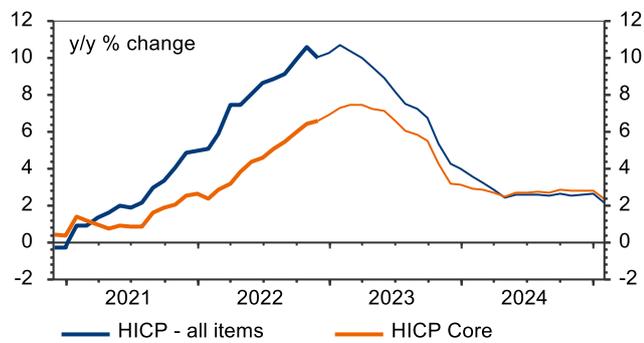
L'inflazione generale tornerà a salire a dicembre e a gennaio, ma ci sono pochi dubbi sul fatto che scenderà rapidamente l'anno prossimo. Il rallentamento, atteso da febbraio, dovrebbe essere più pronunciato rispetto alla dinamica core e legato ad effetti base negativi della componente energia. Il picco per l'indice sottostante si toccherebbe nel 1° trimestre 2023, intorno al 7,4% ma un ritorno vicino la soglia del 2% si avrebbe solo verso la fine del 2025. In media annua, l'inflazione dovrebbe moderare al 7,7% nel 2023 dopo aver toccato l'8,5% quest'anno, mentre l'inflazione core dovrebbe accelerare al 5,9% dal 4,8% di quest'anno.

I rischi sul nostro scenario previsivo sono lievemente verso l'alto sulla componente core. Pressioni al rialzo potrebbero arrivare nei prossimi mesi dal costo del lavoro, dato 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 (in Germania, i sindacati hanno firmato un accordo che prevede un aumento del salario del +5,2% nel 2023 e del 3,3% nel 2024), nonché agli aumenti del salario minimo decisi da alcuni governi nazionali.

In Italia, l'inflazione calcolata sull'indice nazionale è risultata stabile all'11,8%, mentre l'inflazione armonizzata è calata al 12,5% dal 12,6% di ottobre. Nel mese i prezzi sono cresciuti di 0,5% m/m sul NIC e di 0,6% m/m sull'IPCA. Il calo tendenziale di energia (da +71,1% a +67,3%; +2,3% il congiunturale) è stato compensato dall'aumento di alimentari e beni manufatti al netto dell'energia; sono rimasti stabili al 4,3% i servizi. L'inflazione di fondo è salita, al 5,7% a/a da un precedente 5,3%; ci aspettiamo ulteriori rialzi nei prossimi mesi. In Francia l'inflazione è risultata stabile al 6,2% sull'indice nazionale e al 7,1% sull'armonizzato. Lo spaccato parziale sul CPI mostra come l'accelerazione di alimentari (12,2% da 12% precedente) e beni manufatti (4,4% da 4,2% di ottobre) sia stata spiazzata dal calo di energia (18,5% da 19,1%) e servizi (3% da 3,1%). Ieri in Germania l'inflazione è scesa all'11,3% a/a dall'11,6% di ottobre sull'indice armonizzato e al 10% dal 10,4% sulla misura domestica. Il calo tendenziale è spiegato dalla flessione di energia (38,4% a/a da 43% precedente) e servizi (3,7% da 4%), cui si contrappone un aumento dei listini alimentari (21% da 20,3%). Sempre ieri, l'inflazione spagnola è calata più del previsto questo mese, al 6,8% a/a dal 7,3% precedente sull'indice nazionale. L'inflazione di fondo, al netto di energia e alimentari freschi, è salita di un decimo, al 6,3%. Il raffreddamento della fiammata inflattiva riguarda tutti i Paesi dell'area, ed anticiperebbe un prossimo spostamento su un trend

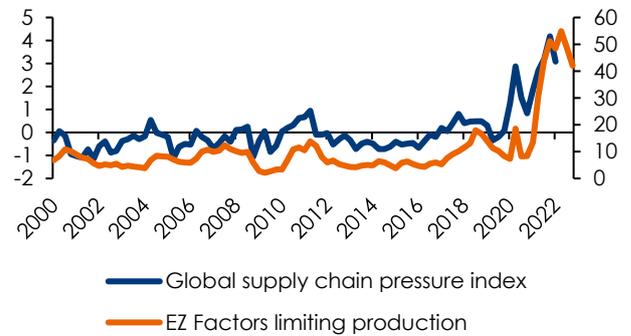
discendente dell'indice *headline*. L'incertezza rimane alta sull'indice core, la cui evoluzione, nei prossimi mesi, dipenderà in buona parte dalle dinamiche salariali nei singoli Paesi.

**Fig. 1 – Dinamica dei prezzi**



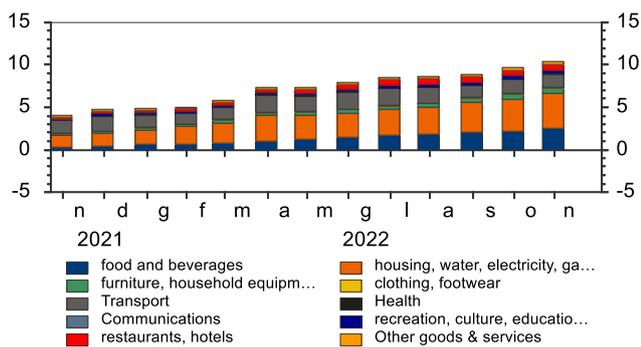
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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



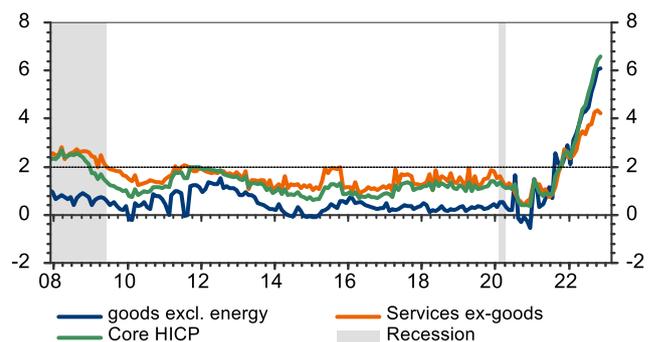
Nota: % degli intervistati che indicano la carenza di attrezzature/materiali come fattore limitante per la produzione. Fonte: Commissione UE, Haver Analytics

**Fig. 3 – Si riduce il contributo dell'energia**



Fonte: Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Intesa Sanpaolo

## 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

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)  
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com  
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)  
Lorenzo Biagioli  
Aniello Dell'Anno  
Giovanna Mossetti  
Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com  
lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com  
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com  
giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com  
andrea.volpi@intesasnpaolo.com

#### International Research Network

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com