

Macro Rapid Response

Italia: inflazione in calo ma la discesa sarà lenta

Secondo l'Istat, a dicembre l'**inflazione** sull'indice nazionale è **scesa all'11,6% a/a dall'11,8% precedente**, mentre quella armonizzata è calata al 12,3% a/a dal 12,6% di novembre.

Sul mese i prezzi sono aumentati dello 0,3% sull'indice nazionale e del +0,2% sull'armonizzato. I maggiori contributi alla variazione mensile vengono dai prodotti energetici regolamentati (+7,9% m/m, grazie all'aumento del 23,4% m/m del prezzo del gas naturale mercato tutelato) e dai servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona (+1,4 m/m); l'aumento ha riguardato anche gli alimentari lavorati e gli alcolici (+0,8%) e i beni industriali non energetici (+0,6%), mentre sono diminuiti i prezzi dei prodotti energetici non regolamentati (-3,9%) e degli alimentari freschi (-0,6%).

Sulla variazione tendenziale, l'**energia**, scesa al 64,7% a/a da +67,6%, spiega ancora oltre il 50% dell'inflazione ed è trainata dal robusto aumento dei carburanti e delle bollette di gas ed elettricità. Tuttavia, il picco è stato toccato in ottobre e questa componente continuerà a rallentare nei prossimi mesi grazie anche alle misure calmieratrici del governo.

L'inflazione core è salita al 5,8% a/a da un precedente 5,6% a/a, ma ci aspettiamo nuovi aumenti ad inizio 2023. L'accelerazione di dicembre è dovuta ai prezzi dei servizi (dal 4,3% al 4,5%), mentre i beni non energetici sono rimasti stabili al 5,3%; il differenziale inflazionistico tra servizi e beni dovrebbe ridursi progressivamente quest'anno.

A nostro avviso, il picco dell'inflazione potrebbe essere stato raggiunto nel 4° trimestre del 2022, ma la discesa sarà lenta. Solo da fine 2024 l'inflazione potrebbe ritornare attorno al 2%. **L'indice core potrebbe toccare un picco più avanti**, nel 1° trimestre del 2023, intorno al 6%, e risultare in media annua più alto nel 2023 (4,7%) che nel 2022 (3,7%). Anche la discesa successiva potrebbe essere più lenta di quella dell'indice headline. In sostanza, **una vera "normalizzazione" per lo scenario inflattivo è attesa solo dal 2025.**

Prevediamo che il CPI si attesterà in media al 6,3% nel 2023 (dopo l'8,1% del 2022) e scenderà al 2,4% nel 2024. Riconosciamo che i rischi di rialzo si sono notevolmente ridimensionati di recente; tuttavia, è probabile un andamento più vivace dei salari nel corso dell'anno. Di conseguenza, l'inflazione dovrebbe rimanere al di sopra del target per un periodo prolungato.

Alla luce dei dati preliminari di dicembre, **confermiamo la revisione al ribasso di sei decimi, al 9,1%, della nostra previsione sull'inflazione armonizzata relativa al complesso dell'area dell'euro** che verrà pubblicata domani. Il calo risulterebbe spiegato da un crollo della componente energetica cui si contrapporrebbe un aumento dell'inflazione core, al 6,8% dal 6,6% di novembre.

Nel corso del 2023 ci aspettiamo un trend discendente dell'inflazione. Il rallentamento dell'indice headline sarà legato ad effetti base favorevoli della componente energia e alle pressioni ribassiste delle misure anti-rincari varate da numerosi governi nazionali; l'inflazione è attesa calare appena sotto il 3% a dicembre 2023 ma un ritorno sotto la soglia del 2% potrebbe aversi solo nella seconda parte del 2025, in quanto l'esaurirsi degli interventi calmieranti dei governi rallenterà la discesa dell'inflazione nel 2024.

Per quel che concerne la dinamica sottostante, l'effetto base derivante da un'entrata forte nel 2023 peserà sull'andamento del tendenziale, e dovrebbe portare **l'indice al netto di energia e alimentari freschi su livelli significativamente più elevati in media nel 2023 (5,7%) rispetto al 2022 (4,8%).** Quest'anno, il motore della crescita della componente core si sposterà dai beni industriali non energetici ai servizi, che potrebbe essere l'ultima componente a mostrare una svolta (presumibilmente, attorno alla metà dell'anno). D'altro canto, politiche monetarie restrittive e

5 gennaio 2023

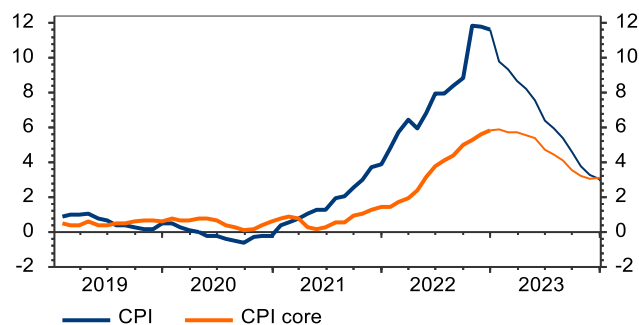
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Aniello Dell'Anno
Economista - Area euro

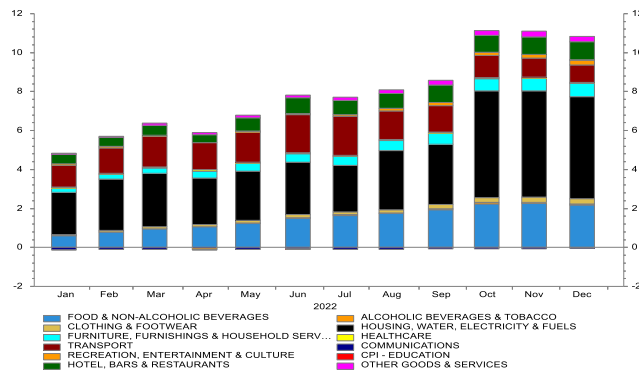
minor crescita dovrebbero agire sulla parte di inflazione guidata dalla domanda (vedi Fig. 6), frenando l'indice core.

Fig. 1 – Italia: cala l'inflazione in dicembre



Fonte: ISP, Refinitiv-Datastream

Fig. 2 – Italia: l'energia spiega ancora oltre la metà dell'inflazione



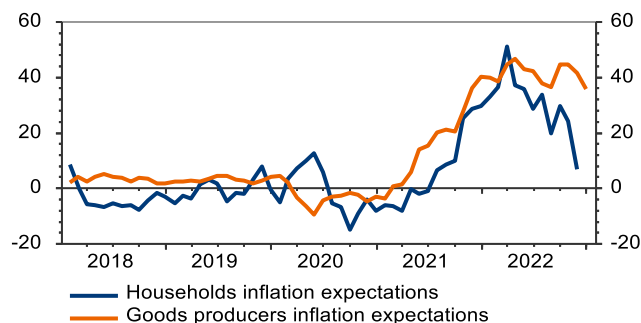
Fonte: ISP, Refinitiv-Datastream

Fig. 3 – Italia: disoccupazione in calo ad ottobre



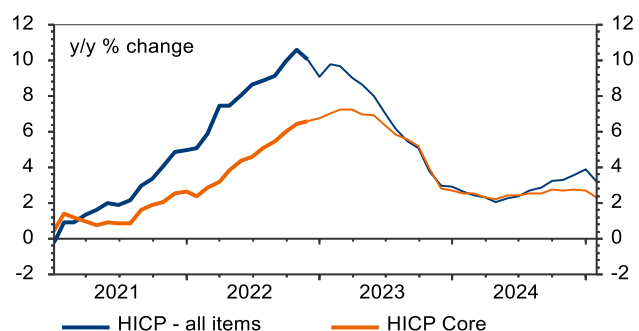
Fonte: ISP, Refinitiv-Datastream

Fig. 4 – Italia: le indagini di fiducia suggeriscono un ridimensionamento dei rischi verso l'alto sull'inflazione



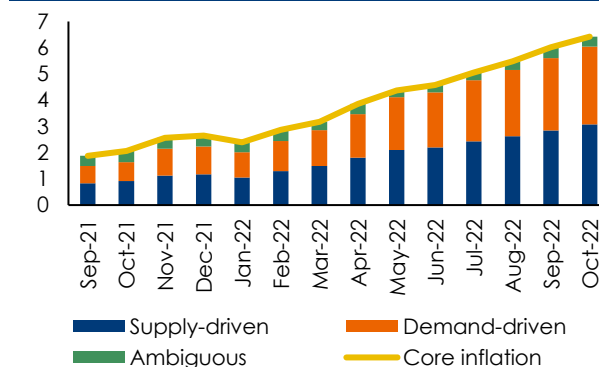
Fonte: ISP, Refinitiv-Datastream

Fig. 5 – Area euro: inflazione generale vs. inflazione sottostante



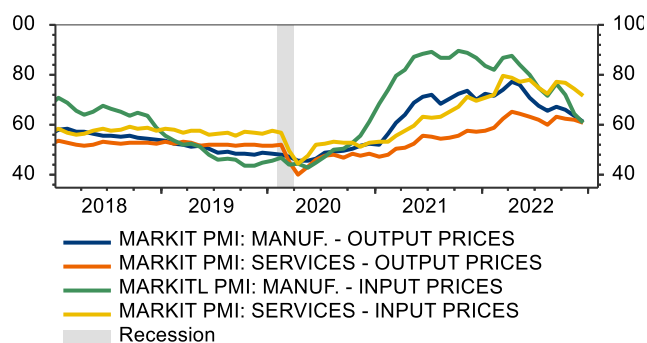
Fonte: elaborazioni e previsioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 6 – Area euro: scomposizione in fattori trainati dalla domanda e dall'offerta per l'inflazione core



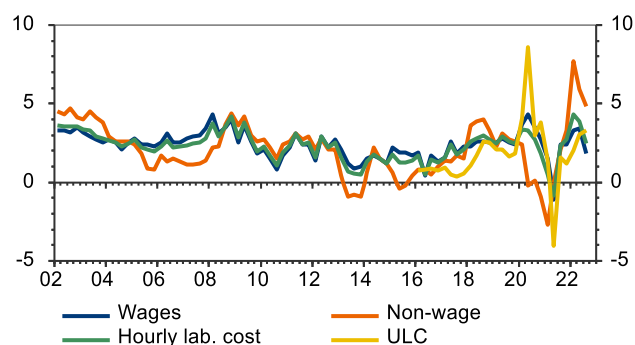
Nota: analisi basata sull'approccio sviluppato da Adam Shapiro ([How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?](#), 2022). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 7 – Area euro: i prezzi pagati nei servizi sono attualmente su livelli più elevati che nell'industria



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati S&P Global

Fig. 8 – Area euro: la dinamica salariale non tiene il passo dell'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 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.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