

## Macro Rapid Response

### USA - L'inflazione core non rallenta, nonostante una moderazione degli affitti

12 aprile 2023

■ Il **CPI a marzo è aumentato di 0,1% m/m** (5% a/a, dal picco di 9,1% a/a a giugno), dopo 0,4% m/m del mese precedente. L'energia ha registrato una flessione di -3,5% m/m (-6,4% a/a) è stata spinta verso il basso da tutte le componenti (benzina: -4,6% m/m, -17,4% a/a). Per gli alimentari, la variazione è stata nulla, con un calo di -0,3% m/m per gli alimentari consumati a casa, e un rialzo della ristorazione ancora solido, e preoccupante per il sentiero dei prezzi (0,6% m/m, 8,4% a/a). Le variazioni positive dei prezzi sono diffuse all'abitazione, principale contributore alla variazione totale, e a gran parte dei servizi, oltre che a diverse categorie di beni. Sanità e auto usate registrano invece correzioni.

Direzione Studi e Ricerche

■ L'**indice core ha registrato una variazione di 0,4% m/m, dopo 0,45% m/m a febbraio**, segnalando una stabilizzazione dei rialzi intorno a 0,4% m/m da inizio 2023. La variazione tendenziale, a 5,6% a/a (da 5,5% a/a di febbraio) indica persistenza dell'inflazione su livelli elevati e l'interruzione del trend verso il basso visto nella seconda metà del 2022. Alcune voci sono in calo, sia per i servizi, sia per i beni. Il focus per lo scenario dei prezzi resta concentrato sui servizi core ex-abitazione, che non accennano a rallentare.

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

□ I **beni core hanno prezzi in modesto aumento su base mensile** (0,2% m/m, 1,5% a/a), e confermano che la fase di contrazioni si è interrotta, con il ritorno a un sentiero in linea con la regolarità pre-pandemica di variazioni moderate senza un trend significativo. Gli aumenti di abbigliamento (0,3% m/m, 3,3% a/a), auto nuove (0,4% m/m, 6,1% a/a), medicinali (0,6% m/m, 3,6% a/a), arredamento (0,4%, 5,8% a/a), sono controbilanciate da un'altra inattesa correzione per le auto usate (-0,9% m/m, -11,2% a/a) e dal calo per istruzione e comunicazione (-0,5% m/m, -10,2% a/a). Medicinali e auto nuove dovrebbero rallentare nei prossimi mesi con l'aumento dell'offerta nei settori ancora sotto pressione. In ogni caso, il futuro della disinflazione resta in mano ai servizi.

□ I **servizi core ex-energia**, in aumento di 0,4% m/m (7,1% a/a), registrano una dinamica mensile in rallentamento rispetto ai mesi precedenti. e restano su un trend verso il basso rispetto alla parte centrale del 2022. I dati mostrano un cambiamento di passo importante nella distribuzione delle variazioni fra sotto-settori.

I **servizi abitativi** vedono un rialzo di "solo" 0,6% m/m (8,2% a/a), in rallentamento da una media di 0,75% m/m precedente. Nel comparto abitazione, si vede finalmente una dinamica più contenuta dell'affitto per la residenza (0,6% m/m, 8,3% m/m), con rialzi di 0,5% m/m sia per gli affitti, sia per gli affitti figurativi. I prezzi per la residenza diversa dall'abitazione, tipicamente volatili, accelerano ancora (2,7% m/m, 7,3% a/a), puntando a pressioni sempre elevate nel comparto dell'ospitalità. L'abitazione di residenza dovrebbe rallentare ulteriormente nei prossimi mesi, sulla scia degli effetti del calo dei prezzi delle case e dei nuovi contratti di affitto.

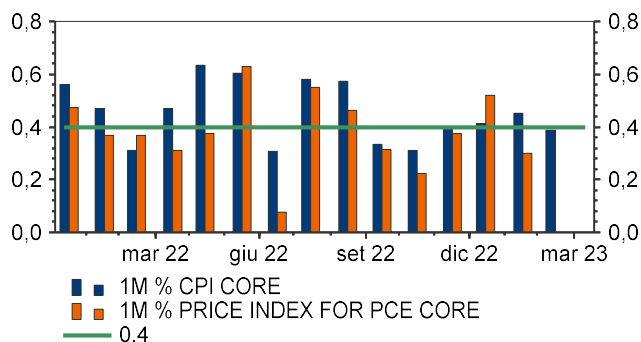
□ Il **resto dell'indice dei servizi core è una combinazione di voci in rialzo e in calo, con una prevalenza di variazioni positive ed elevate**. I trasporti registrano un incremento di 1,4% m/m (13,9% a/a), spinti dal rimbalzo delle tariffe aeree (4% m/m), della manutenzione e delle assicurazioni. I servizi sanitari (-0,5% m/m, 1% a/a) sono frenati dal calo delle assicurazioni sanitarie (-4,2% m/m) dovuto alla metodologia di rilevazione diversa da quella del deflatore, che si protrarrà per tutto l'anno. I servizi ospedalieri rallentano con una variazione di -0,4% m/m, mentre i servizi medici hanno prezzi invariati. I **servizi ricreativi restano in crescita rapida**, con un rialzo di 0,9% m/m (5,8% a/a). Anche gli "altri servizi personali" preoccupano, con una variazione di 0,5% m/m (5,3% a/a). Diverse voci del comparto altri servizi vedono incrementi significativi e superiori alla media delle altre categorie. Nel complesso, **i dati danno indicazioni di persistenti pressioni inflazionistiche nel comparto dei servizi core ex-abitazione**.

■ La dinamica mensile core nei prossimi trimestri mesi potrà rallentare ulteriormente per via della svolta attesa nel comparto "pesante" dell'abitazione. Tuttavia, i prezzi dei **servizi core ex-**

**abitazione**, legati all'andamento dei salari e dell'eccesso di domanda di lavoro, non danno segni di ritracciamento e si mantengono su un trend non coerente con un rallentamento dell'inflazione.

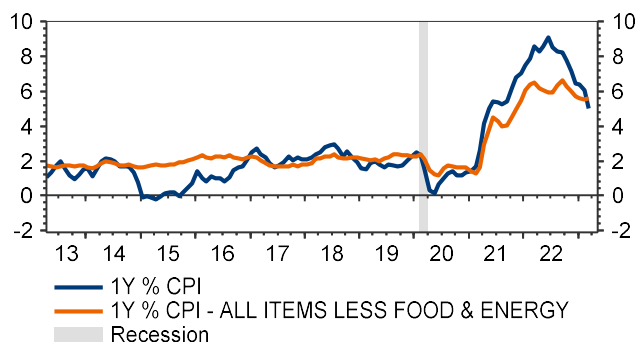
- I dati del CPI di marzo, pur mostrando una stabilizzazione della dinamica mensile, sia per il CPI core sia per i servizi ex-energia, danno **informazioni non particolarmente incoraggianti**. Infatti, a fronte di un significativo rallentamento della crescita degli affitti, non si rileva un rallentamento dei prezzi dei servizi core, indicando che nel segmento core ex-abitazione i prezzi sono in accelerazione.
- Le informazioni sui prezzi non riducono i timori sull'inflazione e lasceranno il FOMC in una situazione difficile alla riunione di inizio maggio, quando si dovranno bilanciare i rischi di restrizione del credito bancario ancora incerta, con quelli di un'inflazione core persistente. Sarà importante leggere nei verbali in pubblicazione questa sera la distribuzione delle opinioni nel FOMC riguardo agli effetti della crisi bancaria sul sentiero atteso del credito per avere un'idea di dove potrebbe coagularsi un consenso fra le due alternative di tassi fermi o in rialzo di 25 pb. Un altro elemento rilevante per l'esito del FOMC saranno le review condotte da Fed e FDIC sulla situazione bancaria, in uscita il 1° maggio. Per ora, a nostro avviso la decisione sui tassi del 2 maggio è ancora incerta.

**Inflazione core sempre lontana dalla stabilità dei prezzi**



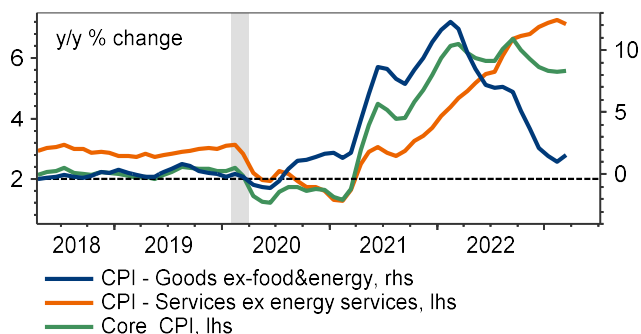
Fonte: BLS, BEA

**L'inflazione core rimane elevata**



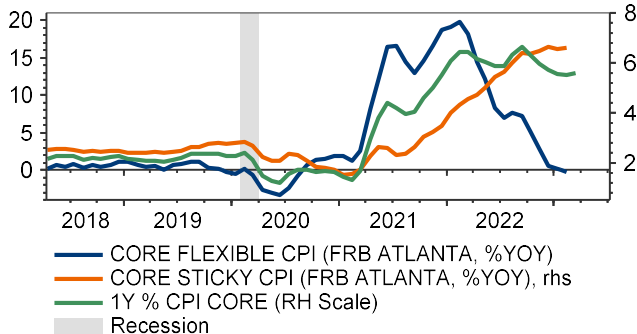
Fonte: BLS

**I prezzi dei beni core hanno smesso di scendere, nei servizi le pressioni sono ancora verso l'alto**



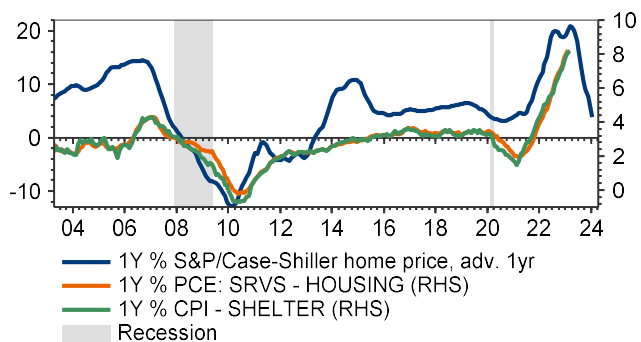
Fonte: BLS

**I prezzi dei servizi danno inerzia al trend complessivo**



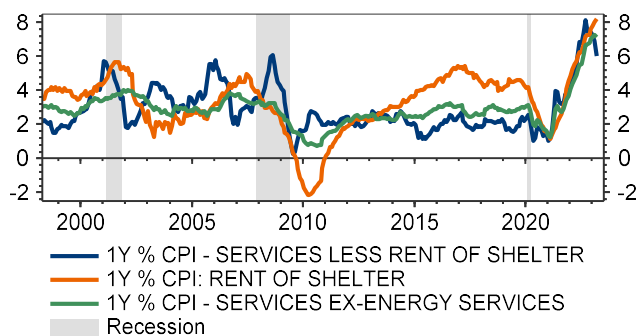
Fonte: BLS, Atlanta Fed

**Affitti e prezzi delle case: la svolta è in arrivo**



Fonte: BLS, S&P

**L'incertezza rimane ampia per i servizi ex-abitazione ed energia, i cui prezzi sono dominati dal costo del lavoro**



Fonte: S&P, 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 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.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

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)  
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com  
alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

#### Macroeconomic Research

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

paolo.mameli@intesasanpaolo.com  
lorenzo.biagioli@intesasanpaolo.com  
aniello.dellanno@intesasanpaolo.com  
giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com  
andrea.volpi@intesasanpaolo.com  
simone.zava@intesasanpaolo.com

#### International Research Network

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasanpaolo.com