INTESA SANPAOLO

Macro

## Focus Area euro

# Inflazione area euro: la discesa sarà lenta, l'allerta massima è sui servizi

12 maggio 2023

Dopo cinque mesi di cali ininterrotti, l'inflazione nell'Eurozona è risalita di un decimo ad aprile, al 7% a/a; viceversa, l'indice core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) ha rallentato al 7,3% dopo il picco al 7,5% di marzo (è il primo calo da gennaio 2022). L'inflazione headline dovrebbe tornare a scendere da maggio, sino ad arrivare al 3% a dicembre; l'indice "di fondo" potrebbe chiudere l'anno su livelli più elevati, al 3,5%. I rischi su questo scenario sono verso l'alto e legati principalmente alla componente dei servizi, la cui dinamica dipenderà dalla tenuta della domanda nel comparto.


**Direzione Studi e Ricerche**

**Macroeconomic Research**

**Aniello Dell'Anno**
Economista - Area euro

**Paolo Mameli**
Economista


- Gli alimentari dovrebbero contribuire a frenare l'inflazione nei prossimi mesi ma l'impatto disinflazionistico del rientro dei prezzi energetici potrebbe essere in parte compensato dalle pressioni al rialzo (soprattutto sugli alimentari freschi) derivanti dalla siccità attesa in estate nell'Europa meridionale. Di conseguenza, **la dinamica annua dei prezzi alimentari è attesa rimanere piuttosto elevata anche nella seconda metà dell'anno, chiudendo il 2023 con un tendenziale al 3,6%.** Solo nel 2024 l'inflazione da alimentari dovrebbe "normalizzarsi", attestandosi attorno al 2%.
- **L'energia è attesa tornare a fornire un contributo negativo all'inflazione già da maggio,** e dovrebbe toccare un punto di minimo a ottobre (-11% a/a). Successivamente, è attesa una risalita in territorio positivo ad inizio 2024, che diverrà più marcata dalla primavera per effetto del completo esaurirsi delle misure governative anti-rincari.
- La normalizzazione delle catene globali del valore sta contribuendo al rallentamento dei prezzi dei beni industriali non energetici. All'opposto, continua l'accelerazione dell'inflazione da servizi, in scia a una domanda robusta nel settore. **Saranno proprio i servizi l'ultima componente a mostrare un'inversione di tendenza per l'inflazione**, probabilmente tra il 3° ed il 4° trimestre dell'anno; il tendenziale a fine 2023 rimarrà molto elevato, stimiamo a 4,3%.
- Il nostro scenario è coerente con una accelerazione del costo del lavoro nei prossimi trimestri, che potrebbe potenzialmente accrescere i rischi di "spirale prezzi-salari". Abbiamo sviluppato un modello a due equazioni per stimare l'entità degli "**effetti di seconda battuta": l'impatto risulterebbe di +0,4% sull'inflazione media annua sia nel 2023 che nel 2024.**
- **Secondo le nostre previsioni, l'inflazione generale potrebbe calare al 3% a fine 2023,** e proseguire la discesa nella prima parte del prossimo anno, sino a un punto di minimo al 2,2% nella primavera 2024. Successivamente, si potrebbe vedere una risalita in scia al completo esaurirsi delle misure anti-rincaro in Germania. **La discesa sarà ancora più lenta per l'indice core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia), che è atteso al 3,5% a fine anno,** per tornare vicino alla soglia del 2% solo nella parte finale del 2024.
- **I rischi sul nostro scenario sono verso l'alto** e diffusi sia alle componenti core (in particolare ai servizi, la cui dinamica dipende in gran parte dalla tenuta della domanda), che, in minor misura, a quelle più volatili (alimentari freschi ed energia). In aggiunta, una crescita dei salari sopra le attese comporterebbe un maggiore impatto dagli effetti di seconda battuta rispetto a quanto stimato al momento.

## Introduzione

Dopo cinque mesi di cali continui, dal picco di 10,6% a ottobre 2022 sino al 6,9% in marzo, l'inflazione nell'Eurozona è salita di un decimo ad aprile, al 7% a/a**. La riaccelerazione dei prezzi è dovuta all'energia**, che è tornata in territorio positivo, a 2,5% a/a da -0,9% di marzo, per via di effetti base sfavorevoli (ad aprile 2022 i prezzi energetici erano crollati di -4% m/m, contro il -0,8% di aprile 2023), **e ai servizi** (a 5,2% da 5,1% di marzo). **Viceversa, i beni industriali non energetici hanno mostrato il secondo rallentamento consecutivo**, dopo il picco toccato in febbraio, per effetto della "normalizzazione" delle catene di approvvigionamento globali, **e gli alimentari hanno registrato la prima decelerazione**, da 15,5% a 13,6%. L'inflazione core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) è calata al 7,3% dopo aver toccato un picco al 7,5% a marzo (è il primo calo da gennaio 2022). L'indice al netto di alimentari ed energia è sceso anch'esso, anche se solo di un decimo, al 5,6% (primo calo da giugno 2022).

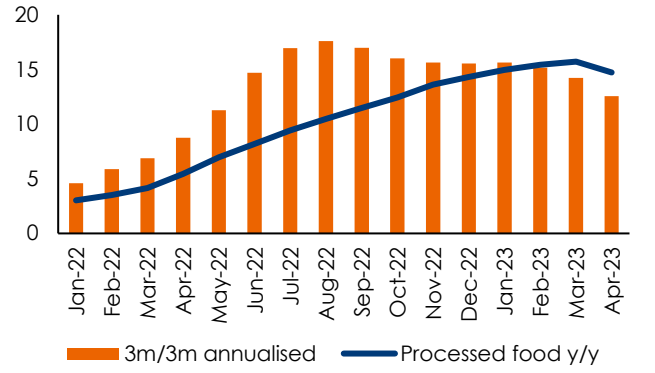
In questa fase, i primi segnali di rallentamento delle pressioni al rialzo su beni industriali ed alimentari si confrontano con i continui rincari nei servizi e con l'impatto sull'inflazione energetica della graduale riduzione delle misure governative di protezione dai rincari delle bollette. Di seguito analizzeremo le dinamiche attese delle principali componenti d'inflazione, per meglio comprendere lo scenario futuro dei prezzi.

## Primi segnali di rallentamento degli alimentari lavorati, restano rischi al rialzo sugli alimentari freschi

La tendenza annua dei prezzi alimentari ha registrato un calo in aprile, da 15,5% a 13,6%. **La flessione è stata più ampia per gli alimentari freschi** (da 14,7% a 10%; -1,5% m/m), **ma ha riguardato anche quelli lavorati** (da 15,7% a 14,7%; 0,7% m/m). La variazione congiunturale dell'indice destagionalizzato dei prezzi alimentari, quasi sempre superiore all'1% m/m da circa un anno, ha visto una stagnazione ad aprile.

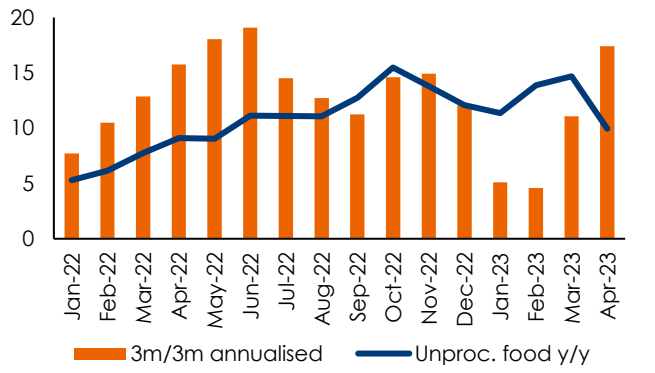
**Il rallentamento del ritmo di crescita dei prezzi degli alimentari lavorati potrebbe essere dovuto all'esaurirsi degli effetti della trasmissione dei passati rincari energetici.** Nelle nostre stime, in effetti, il ritardo di trasmissione dei prezzi energetici sulla filiera degli alimentari processati è stimato in 4 mesi, per cui l'inizio della fase discendente della componente era atteso proprio in aprile (il punto di svolta per l'inflazione energetica si è registrato lo scorso novembre). In tal senso, un più ampio impatto calmierante sui prezzi degli alimentari lavorati si dovrebbe vedere nei prossimi mesi, in relazione alla recente correzione dei costi energetici, data anche la bassa elasticità della domanda di tali beni.

**Fig. 1 – Dinamica dell'indice destagionalizzato dei prezzi dei beni alimentari lavorati**




Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

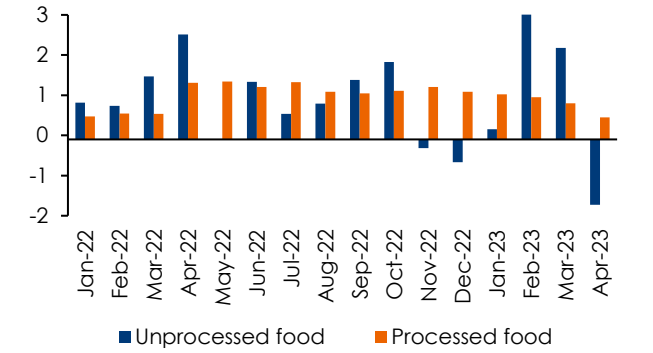
**Fig. 2 – Dinamica dell'indice destagionalizzato dei prezzi dei beni alimentari freschi**




Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

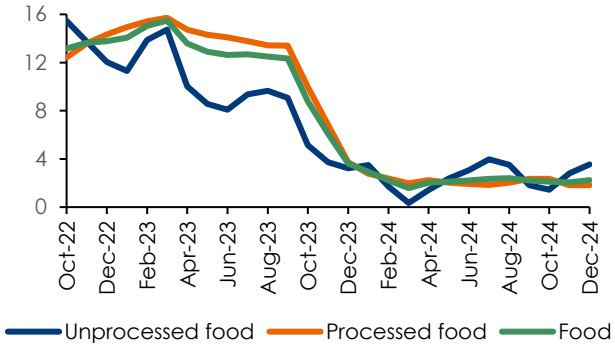
Tuttavia, a partire da giugno **l'impatto disinflazionistico sugli alimentari lavorati del rientro dei prezzi energetici potrebbe essere parzialmente compensato dalle pressioni al rialzo (soprattutto sugli alimentari freschi) derivanti dalla siccità** attesa in estate nell'Europa meridionale. Ipotizzando una situazione analoga alla scorsa estate, abbiamo ottenuto una stima dell'effetto siccità depurando le variazioni congiunturali dei prezzi delle due componenti degli alimentari dall'impatto dei rincari energetici e dalla stagionalità nel periodo giugno-settembre 2022: l'impatto sull'inflazione alimentare risulterebbe di circa 1,3 punti percentuali, concentrato interamente nel 3° trimestre. Di conseguenza, la dinamica annua dei prezzi alimentari è attesa rimanere piuttosto elevata anche nella seconda metà dell'anno, chiudendo il 2023 con un tendenziale al 3,6%. **Solo nel 2024 l'inflazione da generi alimentari dovrebbe "normalizzarsi", assestandosi intorno al 2%.**

**Fig. 3 – La variazione mensile dell'indice destagionalizzato mostra negli ultimi mesi un rallentamento sia per gli alimentari freschi che per quelli lavorati**




Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

**Fig. 4 – Prezzi al consumo a/a degli alimentari (lavorati e non lavorati)**

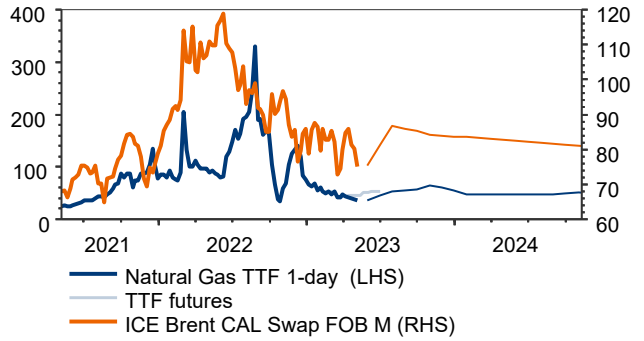



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

## Inflazione energetica in calo, ma il graduale esaurirsi delle misure governative renderà la discesa irregolare

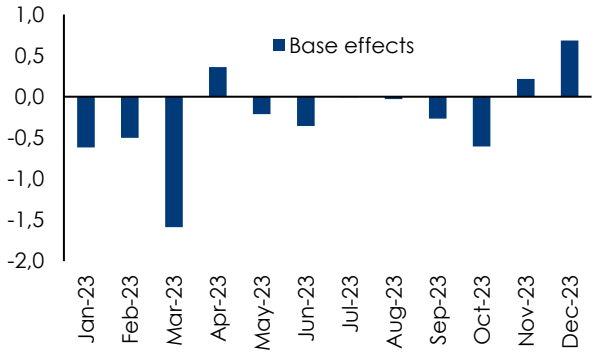
**La componente energetica rimane la principale causa di eterogeneità tra le dinamiche dell'inflazione nei diversi Paesi della zona euro**, essendo fortemente influenzata dalle tempistiche delle misure anti-rincari introdotte dai governi (e dai relativi effetti base ad esse collegati), nonché da specificità dei mercati energetici nazionali. Ad esempio, in Belgio, i prezzi del gas e dell'elettricità sono scesi ulteriormente ad aprile di circa il -30% m/m, dopo l'ampio calo già registrato nel 1° trimestre, tornando vicini ai livelli di fine 2019. Di contro, il primo Paese in cui si è avuta una significativa riduzione delle misure calmieranti (ripristino degli oneri di sistema sulle bollette elettriche e riduzione di due terzi dei sussidi ai consumatori nelle bollette del gas) introdotte lo scorso anno, l'Italia, ha visto un incremento dei beni energetici non regolamentati e una riaccelerazione (da 10,7% a 16,7% a/a, sull'IPCA) per l'inflazione energetica complessiva: nel mese, i prezzi sia del gas che dell'energia elettrica sul mercato libero sono saliti di oltre l'8% m/m, mentre sul mercato tutelato si è avuto un crollo di -41% m/m dei prezzi dell'elettricità, a fronte di un rincaro quasi altrettanto ampio (+31% m/m) della bolletta del gas. **L'impatto inflazionistico del graduale venir meno delle misure governative si vedrà anche negli altri Paesi tra fine 2023 e inizio 2024.**

**Fig. 5 – Previsioni sui prezzi di petrolio e gas**




Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

**Fig. 6 – Effetti base sull'inflazione headline legati alla componente energia nel 2023**

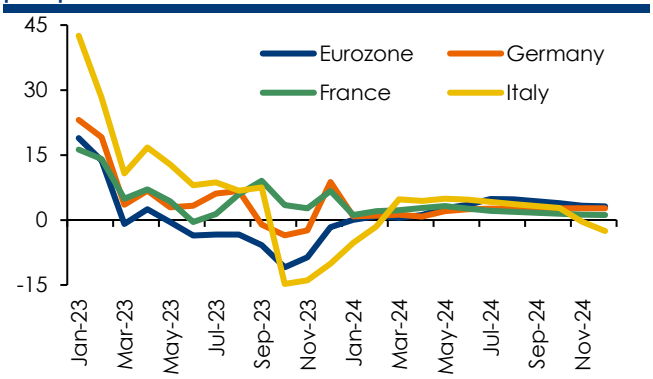



Nota: il contributo degli effetti base è calcolato come differenza tra la variazione m/m del mese nell'anno precedente e la media a 10 anni ricalibrata per il peso della componente energia. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

In prospettiva, dopo l'aumento visto in aprile (+2,5% a/a da -0,9% di marzo), legato ad effetti base sfavorevoli, l'inflazione energetica è attesa tornare a calare nei prossimi mesi, sia per via della stabilizzazione delle quotazioni delle materie, sia per l'impatto residuo (nel confronto con lo stesso mese dello scorso anno) delle misure calmieranti dei governi. **Già da maggio, l'energia potrebbe dare un contributo negativo all'inflazione complessiva, toccando un punto di minimo a ottobre** (-11% a/a). Successivamente, è attesa una risalita in territorio positivo a inizio 2024, seguita da una accelerazione dalla primavera per effetto del completo esaurirsi delle misure anti-rincari. In sintesi, la componente energia è vista in contrazione di circa -1% quest'anno, dopo l'eccezionale rincaro del 37% nel 2022. Nel 2024, è atteso un rimbalzo del 3% in media annua.

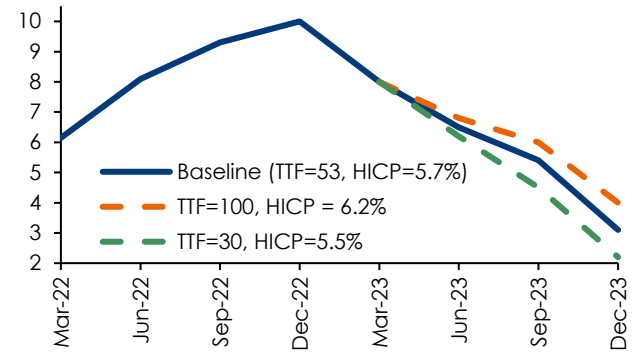
Il nostro scenario centrale assume un prezzo del gas naturale (TTF) a 53 euro per KWh in media nel 2023. Abbiamo considerato **due ipotesi alternative**: uno scenario peggiorativo, con un prezzo del gas a 100 euro per KWh in media quest'anno, ed uno migliorativo, che vede invece un TTF a 30 euro per KWh sempre nel 2023. L'effetto sull'inflazione media annua dell'Eurozona sarebbe di +0,5% nel primo caso e -0,2% nel secondo, per una media annua a 6,2% e 5,5% rispettivamente. L'ipotesi peggiorativa posticiperebbe il ritorno al 2% dell'inflazione "di fondo" di un semestre, mentre la dinamica core risulterebbe poco variata nel caso dello scenario migliorativo.

**Fig. 7 – Previsioni sull'inflazione energetica nell'Eurozona e nei principali Paesi**




Nota: le previsioni sono al lordo delle misure anti-rincari varate dai Governi nazionali. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 8 – In caso di scenario peggiorativo l'inflazione media annua si avvicinerebbe al 6,2%; nell'ipotesi migliorativa si attesterebbe al 5,5%**

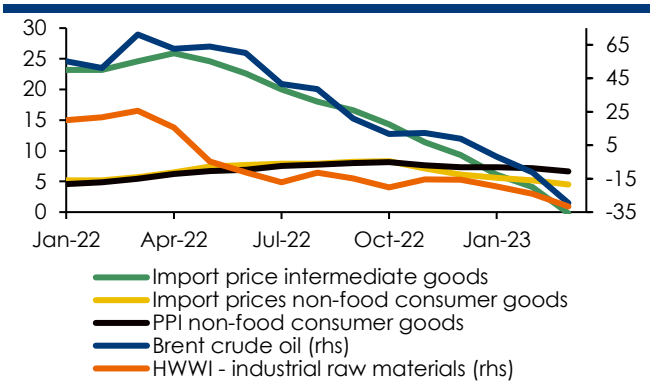



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

## I prezzi dei beni industriali cominciano a beneficiare dell'attenuazione delle strozzature all'offerta

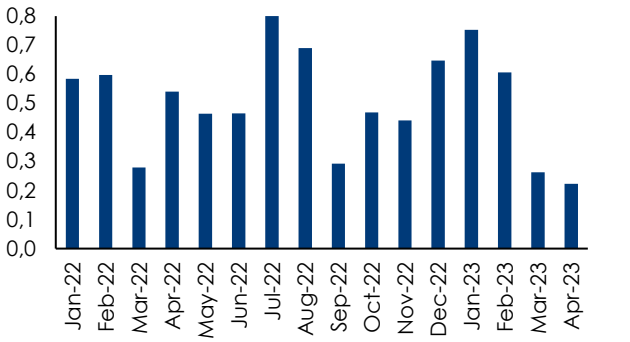
Dopo essere calata per la prima volta in 14 mesi in marzo, l'inflazione dei beni industriali non energetici ha rallentato nuovamente in aprile (al 6,2% dal 6,6% precedente, +0,7% m/m). Anche la crescita congiunturale dell'indice destagionalizzato si è collocata ben al di sotto della media dell'ultimo anno (+0,2% m/m vs. +0,5% m/m). **Il rallentamento appare legato all'attenuazione dei colli di bottiglia nelle filiere produttive che ha preso avvio circa un anno fa**, e che si trasmetterebbe sui listini dei beni industriali con un ritardo che stimavamo in circa 3 trimestri (l'inizio della trasmissione sembra essere stato lievemente più ritardato rispetto a quanto stimato).

**Fig. 9 – Si allentano le pressioni a monte della catena produttiva**




Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat e Hamburg Institute of International Economics (HWWI)

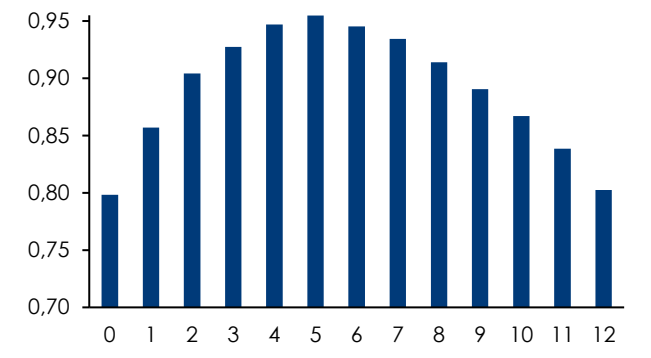
**Fig. 10 – La crescita congiunturale (m/m) dell'indice dei prezzi al consumo destagionalizzato dei beni industriali rallenta con decisione**




Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

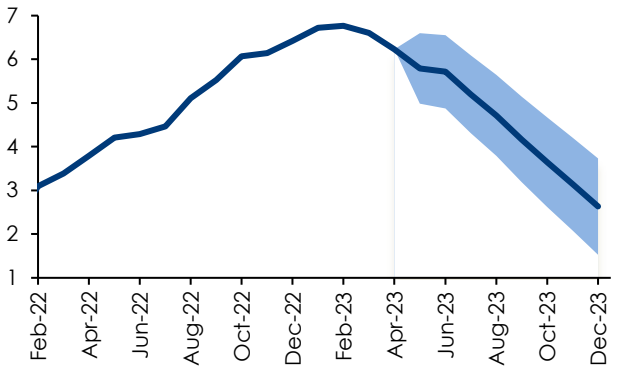
Il rallentamento delle pressioni a monte della catena produttiva sui beni industriali è confermato dalla rapida decelerazione dei prezzi alla produzione, attestatisi a 5,9% a/a a marzo da 13,3% di febbraio e dal massimo storico di 43,4% toccato lo scorso agosto. Il ritardo nella trasmissione dai prezzi alla produzione ai prezzi al consumo è stimato in 5-6 mesi. In sintesi, **ci aspettiamo che la decelerazione dell'inflazione dei beni industriali non energetici sia solo all'inizio e possa continuare nei prossimi trimestri. I rischi sono verso il basso,** in quanto alla normalizzazione dei fattori di offerta dovrebbe associarsi una tendenza debole della domanda.

**Fig. 11 – Correlazione tra PPI al netto degli alimentari e CPI per i beni industriali non energetici**




Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 12 – L'inflazione dei beni industriali non energetici è attesa chiudere l'anno al 2,6% a/a**



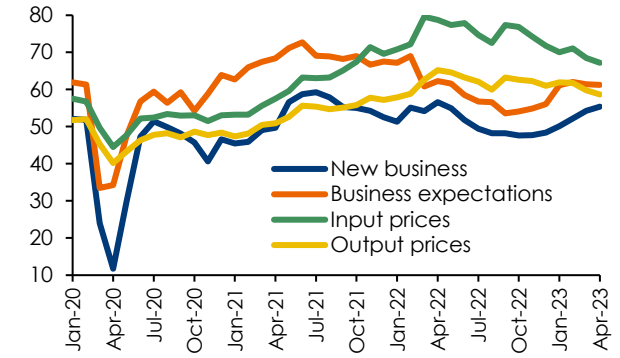

Nota: l'area ombreggiata mostra l'intervallo di confidenza al 95% per l'inflazione dei beni industriali non energetici. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

## I listini nei servizi non accennano a rallentare

In aprile l'inflazione nel comparto dei servizi ha registrato una nuova accelerazione, al 5,2%, da 5,1% di marzo, malgrado la presenza di effetti base negativi (la differenza tra la crescita congiunturale di aprile 2022 e aprile 2023 è stata di -0,7%). Inoltre, **la crescita congiunturale dell'indice destagionalizzato ha fatto segnare una netta accelerazione, a 0,8% m/m**, il doppio della media degli ultimi 12 mesi (+0,4% m/m). **Il motore dei rincari nel comparto sembrano essere i servizi turistici** (servizi di trasporto, di ricreazione e di alloggio, pacchetti vacanze).

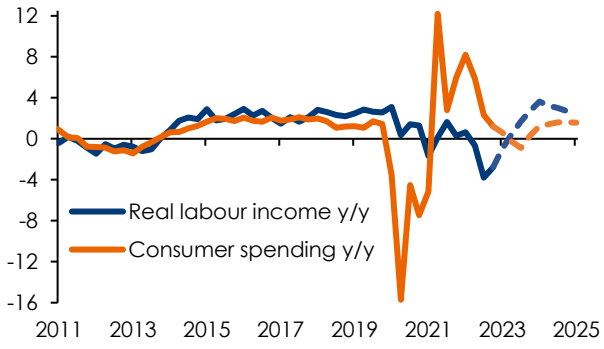
**Il settore dei servizi è il meno sensibile ai fattori di offerta, che in questa fase agiscono in senso disinflazionistico** (normalizzazione delle catene produttive, moderazione dei prezzi energetici), **e viceversa risente molto della domanda, che resta vigorosa nel settore**, in particolare in quello dei servizi aggregativi in precedenza colpiti dallo shock da Covid-19, probabilmente ancora in scia alla ripresa di mobilità post-pandemica (anche grazie all'utilizzo degli extra-risparmi accumulati negli ultimi 3 anni).

**Fig. 13 – L'indice PMI servizi mostra una domanda in riaccelerazione e dinamiche dei prezzi ancora sostenute**




Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati HCOB

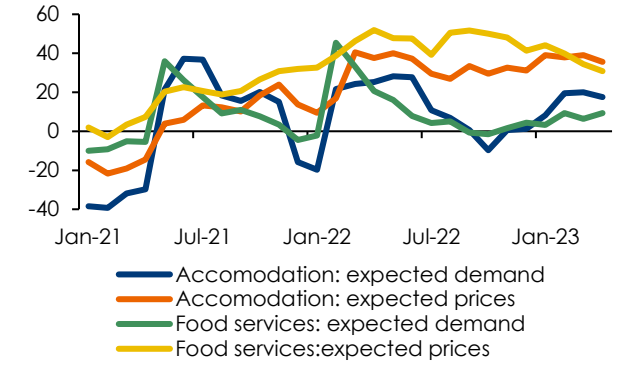
**Fig. 14 – La crescita dei redditi da lavoro dovrebbe tornare positiva dal secondo semestre dell'anno**




Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

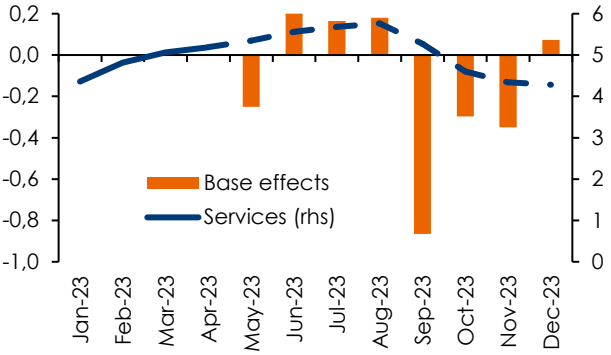
Nei mesi da giugno ad agosto, **ulteriori pressioni al rialzo sulla componente servizi giungeranno da effetti base sfavorevoli** (stimati a +0,25% sull'inflazione media nei servizi nel 3° trimestre), legati soprattutto al taglio a 9 euro al mese sull'abbonamento per il trasporto pubblico introdotto in Germania da giugno a settembre 2022. Viceversa, gli effetti base agiranno in senso disinflazionistico a partire da settembre. Ciò **in un contesto in cui la domanda potrebbe rimanere forte** nei prossimi mesi (le previsioni per la stagione turistica estiva sono improntate ad un diffuso ottimismo, dopo che la stagione primaverile è stata assai vivace). Inoltre, il calo dei prezzi dell'energia, assieme al rialzo dei salari nominali, dovrebbe favorire una ripresa del reddito disponibile reale delle famiglie, che potrebbe sostenere la domanda in prospettiva.

**Fig. 15 – Lo spaccato dell'indice di fiducia delle imprese dei servizi elaborato dalla Commissione UE mostra una domanda ancora forte per accoglienza e ristorazione**




Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission

**Fig. 16 – Gli effetti base sui servizi peseranno sui mesi da giugno ad agosto e viceversa agiranno in senso disinflazionistico a partire da settembre**



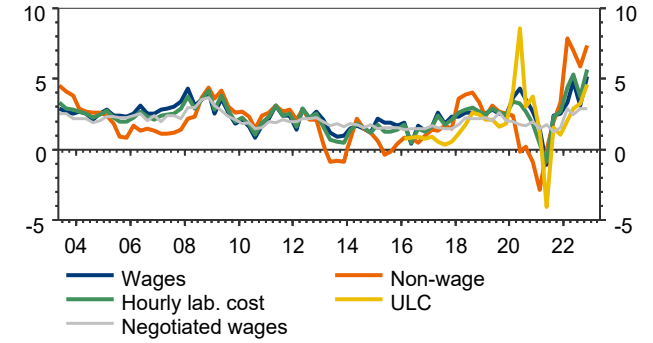

Nota: il contributo degli effetti base è calcolato come differenza tra la variazione m/m del mese nell'anno precedente e la media a 10 anni.
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

**In sintesi, i servizi saranno l'ultima componente a mostrare una "normalizzazione" dell'inflazione**, con un punto di svolta atteso tra il 3° ed il 4° trimestre dell'anno e un tendenziale a fine anno al 4,3%. I rischi su tale profilo previsivo restano al rialzo.

## I salari freneranno la discesa dei prezzi core ma molto dipenderà dalla resilienza del ciclo

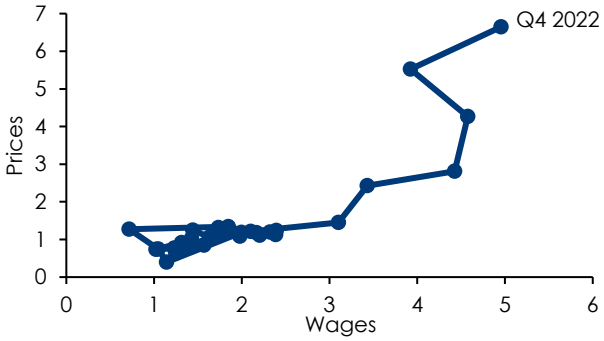
**Il tentativo di recupero di potere d'acquisto da parte dei lavoratori in risposta all'impennata dei prezzi sta innescando pressioni al rialzo sui salari nominali.** Di recente in Germania i sindacati hanno firmato un accordo per aumenti delle retribuzioni dei dipendenti pubblici[1], che si affianca ai rinnovi già siglati nel settore privato. Secondo le nostre stime, la crescita dei salari per occupato, misurata dalla retribuzione dei lavoratori dipendenti, dovrebbe accelerare dal 4,5% nel 2022 al 5,8% nel 2023 (con rischi verso l'alto), prima di rallentare al 4,8% nel 2024[2].

**Fig. 17 – La dinamica salariale è in accelerazione**




Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 18 – La relazione tra la crescita dei salari e dei prezzi è diventata più significativa**




Nota: sull'asse Y l'inflazione al netto di alimentari freschi ed energia, sull'asse X il tasso di crescita a/a delle retribuzioni dei lavoratori dipendenti.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

I rinnovi contrattuali in corso potrebbero potenzialmente accrescere i rischi di "spirale prezzi-salari". Per tale ragione, abbiamo sviluppato un modello a due equazioni per stimare l'entità degli "effetti di seconda battuta", nel quale i salari dipendono dall'inflazione attesa (ovvero l'inflazione al netto di alimentari freschi ed energia al tempo T+1 stimata dal nostro modello base di previsione[3], che prescinde dalla crescita salariale) e dal tasso di crescita del PIL (come proxy di domanda)[4], e la crescita dei salari a sua volta concorre a stimare la crescita dei prezzi attraverso una *New Keynesian Phillips equation* (Galí, e Gertler, 1999)[5], che tiene conto della non linearità nella trasmissione dei rincari a seconda delle diverse fasi del ciclo economico[6]. I risultati del modello segnalano che **ogni punto percentuale di aumento dei salari sopra la soglia del 2% si rifletterebbe, nei periodi di espansione dell'economia, in un aumento di due decimi**

[1] I dipendenti statali riceveranno un bonus (una tantum) di 3.000 euro, che prevede una prima *tranche* di 1.240 euro a giugno, seguita da un pagamento mensile di 220 euro da luglio a febbraio 2024. A partire da marzo 2024, i salari cresceranno di 200 euro al mese; seguirà un aumento del 5,5%, con una soglia minima di 340 euro.

[2] Le nostre stime si basano sull'approccio sviluppato da Olivier Blanchard e Lawrence F. Katz (What we know and not know about the natural rate of unemployment).

[3] Le proiezioni per l'indice *core* sono ottenute dall'equazione $\Delta\pi_t^{core} = \Delta\hat{\pi} + \sum_{i=1}^{3}\Delta\pi_{t-i}^{nrg} + f(U_t) + f(PMI\ delivery_t) + f(gas_t) + \varepsilon_t$, dove $\hat{\pi}$ deriva dal seguente modello: $\Delta\pi_t^{core} = \sum_{i=1}^{3}\Delta\pi_{t-i}^{core} + \Delta\pi_{t-12}^{core} + \varepsilon_t$.

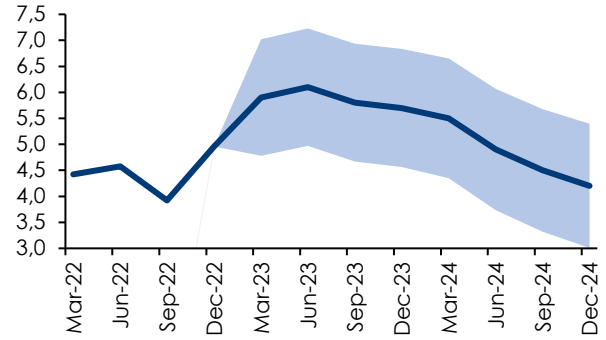
[4] L'equazione utilizzata per stimare i salari si basa sull'approccio sviluppato da Blanchard e Katz aumentato con altre variabili; l'equazione è la seguente: $wage_t = \beta_0 + \beta_1 wage_{t-1} + \beta_2\pi^e + \beta_3 GDP_t + \varepsilon_t$.

[5] "Inflation dynamics: A structural econometric analysis", Journal of Monetary Economics, Vol. 44, No 2, October 1999, pp. 195-222

[6] L'equazione utilizzata per stimare i prezzi al netto di energia ed alimentari freschi è la seguente: $\pi_t = \beta_0 + +\beta_1 wage_t + \beta_t\pi_{t-1} + f(wage_t; GDP_t) + \varepsilon_t$.

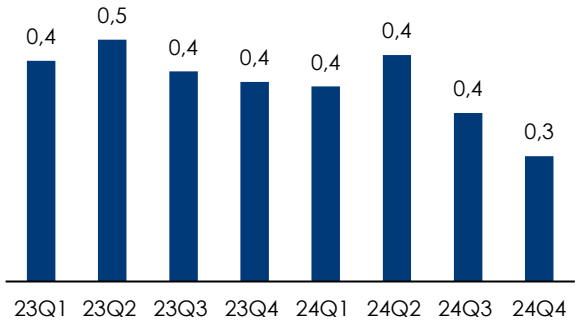
**dell'inflazione core BCE** rispetto a quanto stimato dal nostro modello base di partenza. L'effetto si genererebbe solamente nei periodi in cui l'inflazione al netto di alimentari freschi ed energia si collochi stabilmente (oltre i 15 mesi) sopra l'obiettivo BCE; in caso di recessione, l'entità della trasmissione dai salari ai prezzi si ridurrebbe drasticamente, in linea con quanto emerge nella letteratura sull'argomento[7].

**Fig. 19 – Previsioni sulla crescita a/a dei salari (basate sull'approccio sviluppato da Olivier Blanchard e Lawrence F. Katz)**




Nota: l'area ombreggiata mostra l'intervallo di confidenza al 95%.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 20 – Contributo degli effetti di seconda battuta sull'inflazione annua per trimestre**




Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

In conclusione, nel nostro scenario centrale, che assume una crescita del PIL area euro nel range 0,2%-0,3% t/t nei prossimi trimestri, **l'impatto degli effetti di seconda battuta sull'inflazione media annua è stimato in +0,4% nel 2023. L'impatto dovrebbe mantenersi all'incirca della stessa entità nel 2024**, e dovrebbe venir meno dal 2025.

## Conclusioni

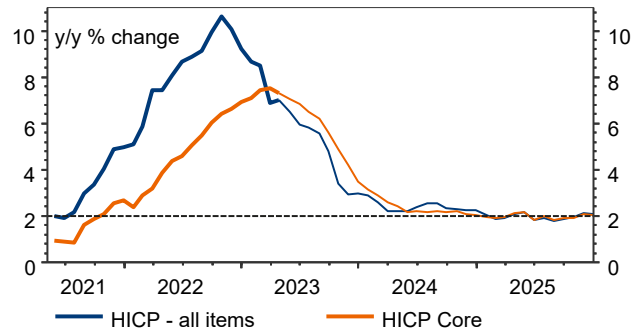
**Il nostro scenario previsivo rimane coerente con un calo dell'inflazione headline nei prossimi trimestri, anche se la discesa sarà più lenta e irregolare del previsto** visti i rischi al rialzo sulla componente energia (soprattutto nella parte finale dell'anno), la rigidità degli alimentari e l'ulteriore accelerazione attesa nel brevissimo termine nei servizi.

Nel dettaglio, **l'inflazione potrebbe riprendere a calare già da maggio, sino ad arrivare al 3% a dicembre**. La discesa proseguirebbe nella prima parte del prossimo anno, sino a un punto di **minimo al 2,2% nella primavera 2024. Successivamente, si potrebbe vedere una risalita** in scia al completo esaurirsi delle misure anti-rincari in Germania. In media annua, l'inflazione dovrebbe moderare al 2,4% nel 2024 dal 5,7% atteso nel 2023. La discesa sarà ancora più lenta per l'indice core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia), che è stimato al 3,5% a fine anno, per tornare vicino alla soglia del 2% solo nella parte finale del 2024; la media annua, dopo il 6,2% stimato per quest'anno, dovrebbe rallentare al 2,4% l'anno prossimo.

**I rischi sul nostro scenario sono verso l'alto.** Aumenti significativi dei prezzi dei servizi legati ad una domanda più forte del previsto e un impatto dell'effetto-siccità sopra le nostre stime potrebbero rallentare significativamente la discesa dell'inflazione. Inoltre, rinnovi contrattuali più generosi del previsto comporterebbero un impatto da "effetti di seconda battuta" superiore allo 0,4% in media annua stimato nel nostro scenario di base nel 2023.

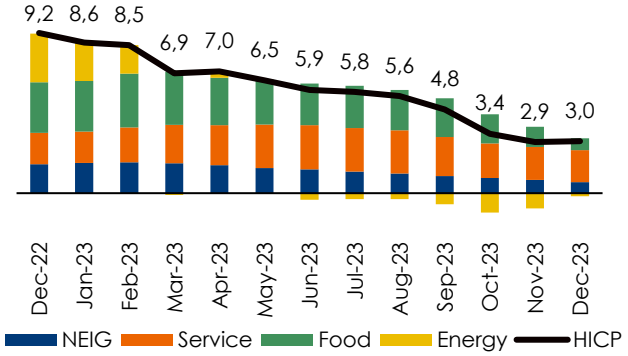
[7] "How are wage developments passed through to prices in the euro area? Evidence from a BVAR model", Applied Economics, Vol. 53, Issue 22, 2021

**Fig. 20 – Inflazione headline vs. inflazione core**




Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 21 – Contributi all'inflazione delle principali componenti**




Fonte: previsioni 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.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 separatezza 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) | luca.mezzomo@intesasanpaolo.com |
| **Macroeconomic Research** | |
| Paolo Mameli (Responsabile) | paolo.mameli@intesasanpaolo.com |
| Aniello Dell'Anno | aniello.dellanno@intesasanpaolo.com |
| Giovanna Mossetti | giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com |
| Andrea Volpi | andrea.volpi@intesasanpaolo.com |
| Simone Zava | simone.zava@intesasanpaolo.com |