

## Macro Rapid Response

### Area euro: prosegue la discesa dell'inflazione

L'inflazione **headline dell'area euro è calata più delle attese in settembre, al 4,3% (+0,3% m/m)** dal 5,2% di agosto; il dato rappresenta un minimo da ottobre 2021. Ulteriori buone notizie continuano ad arrivare dagli indici al netto delle componenti più volatili, diminuiti anch'essi più delle attese di consenso. L'**indice core BCE** (al netto di energia e alimentari freschi) **scende per la sesta volta a 5,5%** (0,2% m/m) da 6,2% precedente, un minimo da oltre un anno; l'indice al netto di alimentari ed energia cala per la seconda volta al 4,5% (+0,2% m/m) dal 5,3% di agosto.

**Il rallentamento tendenziale è diffuso a tutte le principali componenti.** L'energia scende al -4,7% da -3,3% di agosto per mezzo di effetti base favorevoli che hanno più che compensato il rincaro dei carburanti. Il punto di minimo per l'inflazione energetica dovrebbe essere toccato a ottobre; successivamente, il cambiamento di segno degli effetti base dovrebbe guidare la risalita in territorio positivo a inizio 2024, cui seguirà un'accelerazione dalla primavera dato l'esaurirsi delle misure anti-rincarì. Gli alimentari lavorati sono scesi al 9,5% da 10,3% a/a, quelli freschi a 6,6% da 7,8% di agosto; nel complesso, l'inflazione da alimentari è scesa a 8,8% da 9,7% e dovrebbe continuare a rallentare nei prossimi mesi, spinta al ribasso dal calo dei costi energetici e delle quotazioni internazionali delle materie prime agricole nonché da effetti base favorevoli.

Una nuova flessione si è registrata per i beni industriali non energetici (a 4,2% da 4,7% di agosto), attesi in rallentamento per tutto l'orizzonte previsivo sulla scia della normalizzazione dei fattori di offerta e di un indebolimento della domanda, sino a raggiungere il 2,7% a fine 2023 e stazionare ben sotto la soglia BCE a dicembre 2024. Confermiamo, tuttavia, una discesa più lenta e irregolare nei servizi, calati in settembre a 4,7% da 5,5% (grazie ad effetti base favorevoli sui servizi tedeschi), per i quali la decelerazione sarà significativa solo nel corso del 2024, sulla scia del minor vigore della domanda: l'inflazione nei servizi è attesa passare dal 4,2% di dicembre 2023 al 2,5% a fine 2024.

Nelle nostre stime, **l'inflazione potrebbe attestarsi al 3,5% a fine anno, continuare a scendere al 2,2% nel dicembre 2024** e stabilizzarsi intorno alla soglia del 2% da inizio 2025, mentre **al netto di alimentari freschi ed energia è attesa passare dal 3,9% di fine 2023 al 2,2% di dicembre 2024**, per attestarsi stabilmente sotto la soglia del 2% dal 2° trimestre 2025. Ad ogni modo, la bilancia dei rischi sul profilo atteso di inflazione pende ancora, seppur lievemente, verso l'alto per via di possibili nuovi shock sulle componenti più volatili (energia ed alimentari).

In **Italia**, in controtendenza con le principali economie dell'area euro, **l'inflazione è calata meno delle attese, passando al 5,3% dal 5,4% di agosto sull'indice nazionale, ed è cresciuta** (contro attese di un calo) **al 5,7% dal 5,5% sull'armonizzato**. Nel mese i prezzi sono cresciuti di +0,2% m/m sul NIC e di +1,7% m/m sull'IPCA, che però risente della fine dei saldi estivi. Il lieve rallentamento tendenziale dei prezzi sul NIC è imputabile ad alimentari freschi (da +9,2% a +7,7%), alimentari lavorati (da +10,0% a +9,1%), beni durevoli (da +4,6% a +4,0%) e, in misura minore, a beni non durevoli (da +5,2% a +4,8%), beni semidurevoli (da +2,9% a +2,4%) e servizi relativi all'abitazione (da +3,9% a +3,7%). All'opposto, salgono i prezzi degli energetici non regolamentati (da +5,7% a +7,6%) e dei servizi relativi ai trasporti (da +1,2% a +3,8%). L'inflazione al netto degli energetici e degli alimentari freschi (sul NIC) continua a calare, al 4,6% da 4,8% di agosto. Scende, pur rimanendo su livelli elevati, anche l'inflazione del "carrello della spesa" (+8,3% a/a).

**L'inflazione italiana calerà nei mesi finali dell'anno per via di effetti base favorevoli sulla componente energia ma probabilmente meno delle attese.** Ieri, l'Arera ha annunciato un aumento della bolletta elettrica nel mercato tutelato del +18,6% nel quarto trimestre, mentre il patto anti-inflazione promosso dal governo potrebbe non essere sufficiente a rallentare significativamente la crescita tendenziale dei prezzi. In prospettiva, **l'inflazione potrebbe attestarsi**

29 settembre 2023

Direzione Studi e Ricerche

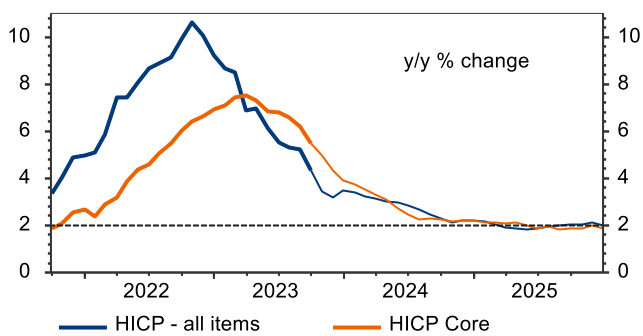
Macroeconomic Research

Aniello Dell'Anno  
Economista - Area euro

**al 3% (sul CPI) a fine anno**, e scendere, temporaneamente, poco sotto il 2% solo ad inizio 2025. **L'indice al netto di alimentari freschi ed energia è stimato al 3,8% a fine 2023 e al 2,3% a dicembre 2024.**

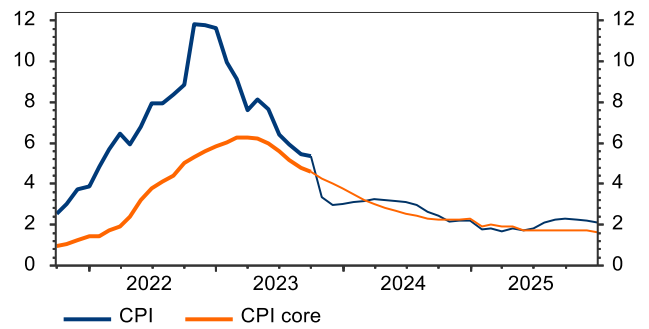
Questa mattina in **Francia l'inflazione** è rimasta invariata al 4,9% sul CPI in settembre, in linea con le nostre attese e al di sotto del consenso, mentre l'indice armonizzato è sceso al 5,6%, dal 5,7% di agosto (consenso: 5,9%). Sul CPI, nonostante l'aumento della componente energetica (per via del rincaro dei carburanti e di un effetto base sfavorevole), si registra un deciso rallentamento della crescita dei prezzi alimentari, dei beni industriali non energetici e dei servizi. Di conseguenza, **ci aspettiamo un indice core al netto di alimentari ed energia in discesa al 4,4%.**

#### Eurozona: inflazione headline vs. inflazione core



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

#### Italia: inflazione headline vs. inflazione core



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

## 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., 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)  
Aniello Dell'Anno  
Andrea Volpi  
Simone Zava

paolo.mameli@intesasnpaolo.com  
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com  
andrea.volpi@intesasnpaolo.com  
simone.zava@intesasnpaolo.com

#### International Research Network

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com