

Macro Rapid Response

Stati Uniti: sorprende al ribasso il CPI di maggio

Il dato sul CPI di maggio è stato inferiore alle attese, e mostra in particolare una sensibile moderazione dei prezzi dei servizi non abitativi, in un contesto in cui permangono e anzi si accentuano le spinte deflattive dai beni core. A nostro avviso, il dato non è sufficiente a innescare un taglio dei tassi da parte della Fed già durante la riunione che si conclude oggi, ma, se tale tendenza continuasse nei prossimi mesi (come nel nostro scenario centrale), si creerebbero le condizioni per l'avvio di un ciclo di allentamento monetario nella riunione del FOMC del 18 settembre.

12 giugno 2024

Research Department

Macroeconomic Research

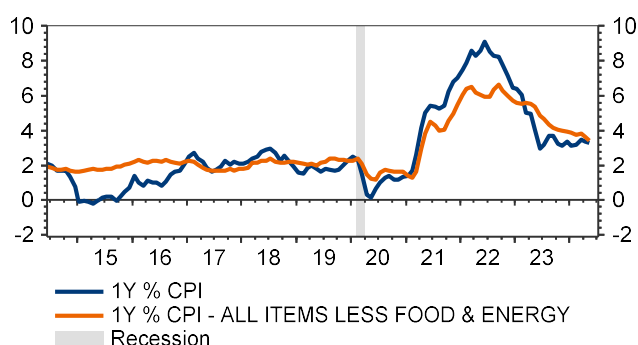
Paolo Mameli
Economista

- **I numeri sui prezzi al consumo di maggio sono risultati inferiori di un decimo rispetto alle attese**, sia per quanto riguarda l'indice headline (stabile nel mese e in rallentamento tendenziale a 3,3% da 3,4%) che per ciò che concerne la misura al netto delle componenti più volatili (0,2% m/m, da 0,3% precedente, e in decelerazione su base annua a 3,4% da 3,6%: **per il CPI core a/a, si tratta di un minimo da oltre tre anni**).
- **Nel mese i prezzi dell'energia hanno subito una correzione (-2% m/m) dopo tre mesi consecutivi di rincari significativi** (+4,6% cumulato tra febbraio e aprile); trainante ancora una volta è stata la benzina (-3,6% m/m da 2,8% il mese precedente); tuttavia, l'inflazione energetica su base annua ha mostrato una significativa accelerazione a 3,7% da 2,6% a/a.
- **Gli alimentari hanno registrato un rincaro di appena un decimo, risultando in sostanza poco variati per il quarto mese di fila**, per una variazione tendenziale in calo marginale a 2,1% a/a.
- **I servizi, sia al netto che al lordo dell'energia, hanno fatto segnare una variazione di appena 0,2% m/m, in sensibile rallentamento rispetto allo 0,5% medio dei sei mesi precedenti**, anche se la variazione tendenziale è salita di due decimi a 5,4% a/a.
- **I servizi abitativi hanno mantenuto il ritmo di 0,4% m/m visto nei tre mesi precedenti**, per una variazione tendenziale in moderazione di due decimi a 5,5% a/a.
- **Pertanto, la moderazione dell'inflazione è dovuta soprattutto ai servizi non abitativi, i cui prezzi sono rimasti stabili dopo lo 0,2% m/m di aprile e lo 0,8% di marzo**, anche se la variazione tendenziale è salita di altri due decimi, al 5% a/a. Si nota un **calo dei prezzi dei servizi di trasporto** (-0,5% m/m da 0,9% precedente), dovuto soprattutto al trasporto pubblico (-3,1% m/m e -4,7% a/a, con le tariffe aeree a -3,6% m/m e -5,9% a/a); **in flessione anche i prezzi dei servizi ricreativi** (-0,2% da 0,3% m/m), sebbene la variazione annua resti sostenuta (3,9%).
- **I prezzi dei beni core sono rimasti stabili, dopo essere calati nei due mesi precedenti (e per 8 degli ultimi 12 mesi); la tendenza annua è scesa in territorio ancor più deflattivo (-1,7% a/a: si tratta di un nuovo minimo da oltre 20 anni)**. Correggono i listini nell'abbigliamento (-0,3% m/m, da 1,2% precedente), mentre per quanto riguarda i prezzi dei veicoli si nota un'ulteriore flessione dei veicoli nuovi a fronte di un rimbalzo (ma solo parziale) per quelli usati.
- **Nel complesso, l'indice al netto di energia, alimentari e servizi abitativi è rimasto stabile** (da 0,2% m/m precedente), e **non solo la tendenza annua è calata sotto l'obiettivo della Fed (1,9%), ma anche la variazione a 3 mesi annualizzata è scesa significativamente, attestandosi al 2% dal 3,4% di aprile**. L'indice al netto di energia, alimentari, servizi abitativi e auto usate fa registrare addirittura una flessione (-0,1% m/m), anche se in questo caso la variazione tendenziale resta superiore all'obiettivo della Fed (2,5% a/a).
- **In sintesi, il dato di maggio è assai più rassicurante non solo rispetto alle sorprese al rialzo viste nel primo trimestre, ma anche rispetto ai numeri di aprile. Si nota in particolare una significativa moderazione dei servizi non abitativi**, che avevano sorpreso al ribasso nel 2° semestre 2023 e viceversa al rialzo nei primi mesi del 2024. Ciò **in un contesto in cui permangono e anzi si accentuano le spinte deflattive sui beni core**, mentre il contributo

dell'energia è tornato in positivo ma non pare determinante. La componente dei servizi abitativi resta relativamente sostenuta, e ancora non mostra l'attesa moderazione che sarebbe coerente con il rallentamento in corso dei prezzi degli affitti di mercato (ma potrebbe essere solo questione di tempo affinché ciò avvenga).

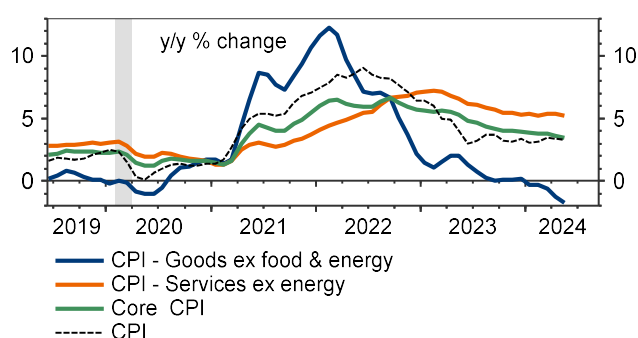
- A nostro avviso, **il dato favorevole sul CPI di maggio non è sufficiente a innescare un taglio dei tassi da parte della Fed già durante la riunione che si conclude oggi**. Tuttavia, se tale tendenza continuasse (come nel nostro scenario centrale) nei prossimi mesi, si verrebbe a configurare una striscia di almeno tre mesi di dati benigni sull'inflazione, che potrebbe essere condizione sufficiente a favorire l'avvio di un ciclo di allentamento monetario. Ciò specie **in un contesto in cui vanno aumentando i segnali di minor vigore del ciclo e in particolare dei consumi**; è pur vero che il mercato del lavoro resta robusto, almeno per quanto concerne la crescita degli occupati, ma i segnali giunti al riguardo dall'indagine sulle famiglie e dai dati sui posti vacanti suggeriscono che **l'atteso ribilanciamento tra domanda e offerta sul mercato del lavoro è ancora in corso**.
- Di conseguenza, **manteniamo l'idea che le condizioni per l'avvio di un ciclo di allentamento monetario possano crearsi entro la riunione del FOMC del 18 settembre**; ci attendiamo poi un secondo taglio dei tassi entro la fine dell'anno, probabilmente nella riunione del 18 dicembre.

Continua a rallentare il CPI a/a, sia sull'indice headline che sul core



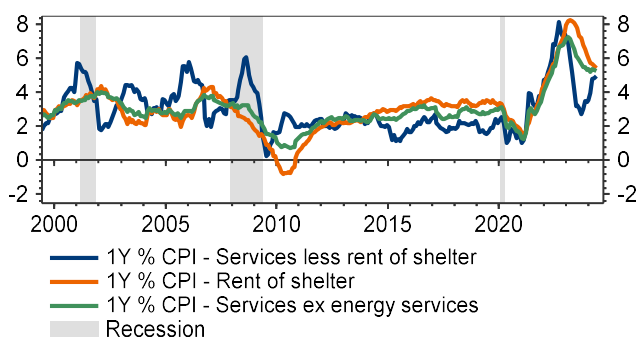
Fonte: Intesa Sanpaolo, BLS

I prezzi dei beni core sono ai minimi da oltre 20 anni, in territorio ampiamente deflattivo



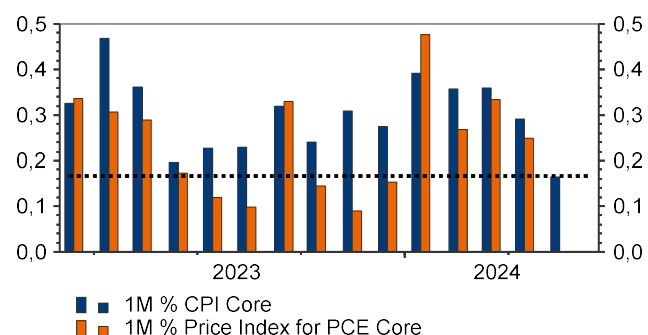
Fonte: Intesa Sanpaolo, BLS

Si arresta la riaccelerazione dei servizi non abitativi



Fonte: Intesa Sanpaolo, BLS

La dinamica mensile del CPI core è coerente con un PCE core in crescita di 0,1% m/m a maggio



Fonte: Intesa Sanpaolo, BLS

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 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 da Research Department 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 Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com