

## Macro Rapid Response

### Area euro: in calo solo marginale l'inflazione a giugno

2 luglio 2024

L'inflazione è scesa solo di un decimo, al 2,5% a/a (in linea con le attese) a giugno; in calo nel mese i prezzi di energia, alimentari e beni non energetici, mentre resta sostenuta la dinamica dei listini nei servizi. Il dato di inflazione di giugno è coerente con un nulla di fatto nella riunione BCE del 18 luglio, ma pensiamo che i numeri sui prezzi al consumo di luglio e soprattutto di agosto possano mostrare una più significativa moderazione, aprendo le porte a un secondo taglio dei tassi da parte della BCE nel meeting del 12 settembre.

Research Department

**A giugno, l'inflazione nell'area euro è tornata a calare, sia pur marginalmente, a 2,5% a/a**, dopo essere salita a 2,6% a maggio; nel mese, i prezzi sono aumentati di due decimi. Il dato è in linea con le attese. **L'indice core (al netto di food, energy, alcool & tabacco) è rimasto invariato al 2,9%, mentre la misura "core BCE" (al netto di energia e alimentari freschi) è diminuita a 2,8% da 2,9%**, tornando al minimo da gennaio del 2022 già toccato lo scorso mese di aprile.

Macroeconomic Research

- **Nel mese, i prezzi energetici sono tornati a calare** (-0,8% m/m) dopo la parziale risalita di maggio; la variazione annua dell'inflazione energetica risulta poco variata in territorio marginalmente positivo (0,2% da 0,3% precedente, in sostanza ai massimi da febbraio dello scorso anno).

Paolo Mameli  
Economista

- **Tornano a diminuire anche i listini degli alimentari freschi** (-0,4% m/m), per una variazione annua in rallentamento a 1,4% a/a da 1,8% precedente; salgono però i prezzi degli alimentari lavorati, il che fa sì che i listini di food, alcohol & tabacco crescano di 0,2% m/m, con una tendenza annua in marginale rallentamento (in linea con l'indice generale) a 2,5% a/a da 2,6% precedente.

- **I prezzi dei beni industriali non energetici calano anch'essi** (dopo la stabilità di maggio e la salita dei tre mesi precedenti), di -0,1% m/m, per una tendenza annua stabile su livelli assai moderati (0,7%).

- **Infine, resta invariata l'inflazione nei servizi, che il mese scorso era salita a 4,1% a/a, un massimo da ottobre 2023; nel mese, i prezzi nei servizi fanno segnare un +0,6% m/m** (da +0,7% a maggio).

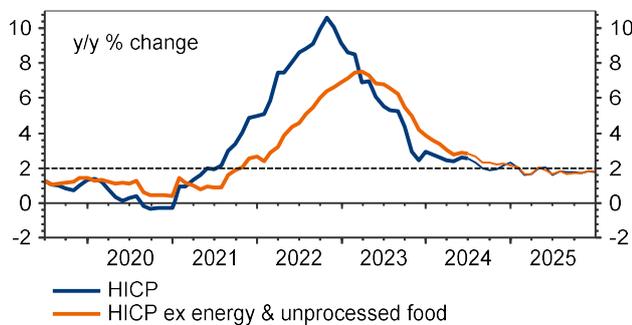
In sintesi: il dato non cambia significativamente le prospettive per l'inflazione nell'area euro. Pensiamo che **il contributo all'inflazione generale della componente energetica, ora pari sostanzialmente a zero, possa tornare in territorio positivo** nella seconda metà del 2024, e in media nel 2025, per via di effetti-base sfavorevoli. **Il processo disinflattivo è vicino ad essere completato per gli alimentari**, che dal 2,5% di giugno sono attesi convergere verso il 2% da inizio 2025. **L'inflazione sui beni industriali non energetici**, già diminuita significativamente negli ultimi mesi, **potrebbe calare ancora nella seconda metà dell'anno**: non è escluso (similmente a quanto accaduto negli Stati Uniti) che tale componente possa approdare in territorio negativo tra il secondo semestre 2024 e il primo trimestre 2025, sulla scia degli effetti ritardati della normalizzazione dei fattori di offerta.

La componente che continua a mostrare la maggiore vischiosità è quella dei **servizi**, per la quale **il processo disinflazionistico pare essersi interrotto a partire dalla fine dello scorso anno. Gli ostacoli in questo caso vengono sia dal lato dell'offerta**, visto che il settore, assai *labour-intensive*, risente della crescita sostenuta registrata negli ultimi trimestri dal costo del lavoro, **sia da quello della domanda, dato che gli indici di fiducia delle imprese (in particolare i PMI) hanno evidenziato una riaccelerazione dell'attività rispetto a fine 2023, il che potrebbe aver aumentato il pricing power delle imprese**, anche se le indagini (sia il PMI che la survey sulle imprese dei servizi della Commissione UE) mostrano negli ultimi mesi una moderazione nelle intenzioni di ritoccare al rialzo i listini nel settore (ai minimi da quasi tre anni). **Questi due fattori potrebbero continuare a pesare nei prossimi mesi**, considerato che la crescita dei salari è destinata a rimanere robusta ancora per qualche trimestre,

e che la domanda da parte dei consumatori è attesa rafforzarsi nella seconda metà dell'anno. **Nel nostro scenario centrale, l'inflazione da servizi chiude il 2024 con un tendenziale in linea con il dato di giugno (4,1%); una normalizzazione su ritmi attorno al 2% è attesa solo (nella migliore delle ipotesi) negli ultimi mesi del 2025.**

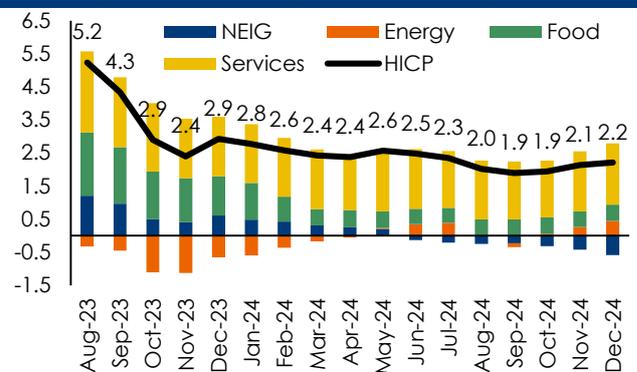
**Pensiamo che i dati dei prossimi due mesi (luglio e soprattutto agosto) possano vedere una più significativa moderazione dell'inflazione** rispetto a quella, solo marginale, registrata in giugno: tali dati potrebbero indurre la BCE a rivedere lievemente al ribasso le sue proiezioni di inflazione nella riunione del 12 settembre, consentendo un **nuovo taglio dei tassi ufficiali dopo quello deciso il 6 giugno**. Il dato di inflazione di giugno è invece coerente con un nulla di fatto nel meeting del Consiglio Direttivo BCE del 18 luglio.

**Fig. 1 – L'inflazione è attesa "normalizzarsi" circa in linea con il target BCE nel 2025**



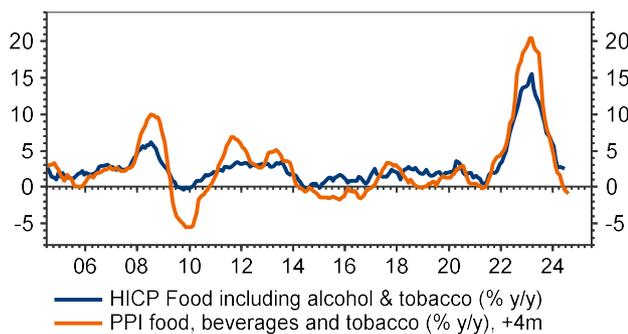
Fonte: previsioni Research Department Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 2 – Il contributo all'inflazione dall'energia si appresta a diventare positivo ma dai beni potrebbero venire spinte deflative**



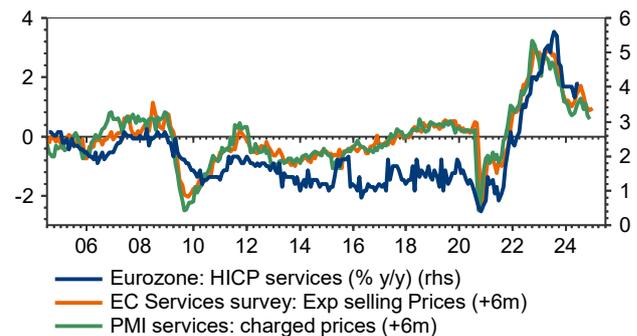
Nota: NEIG=Non Energy Industrial Goods. Fonte: previsioni Research Department Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 3 – I prezzi degli alimentari, in base a quanto segnalato dal PPI, sembrano avere ancora margini di moderazione**



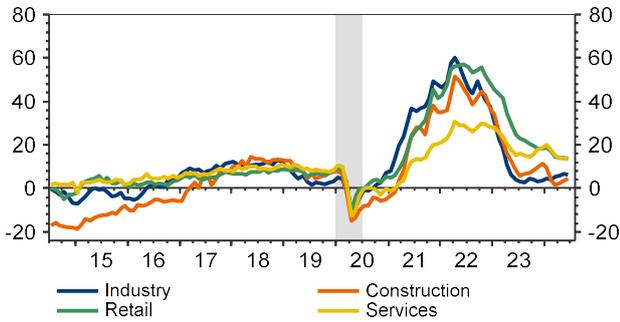
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 4 – Le indicazioni sui prezzi di vendita giunte dalle indagini di fiducia delle imprese dei servizi sono state confortanti di recente**



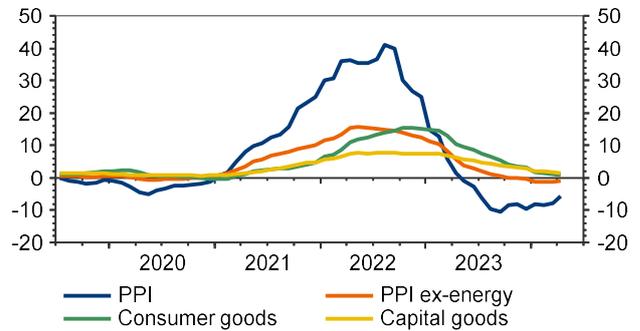
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

**Fig. 5 – Le imprese segnalano prezzi ancora in crescita sopra la media storica sia nei servizi che nel commercio al dettaglio**



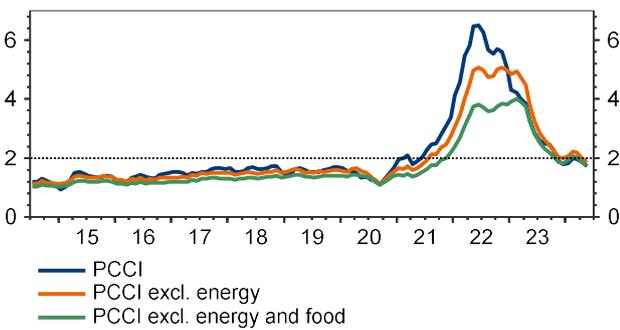
Nota: le aree ombreggiate corrispondono a una recessione.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 6 – Le dinamiche dei prezzi alla produzione restano favorevoli, anche al netto dell'energia**



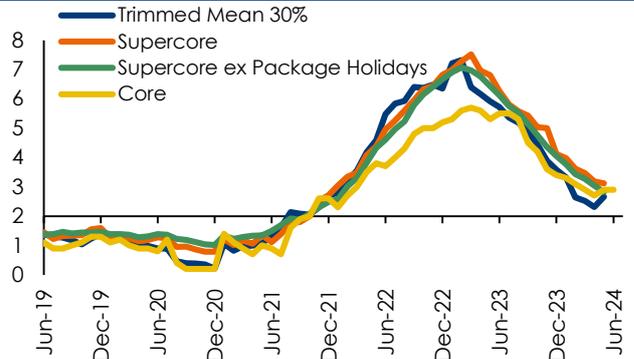
Fonte: Eurostat

**Fig. 7 – I ritmi recenti del PCCI (Persistent and Common Component of Inflation) sono già in linea con l'obiettivo BCE**



Fonte: BCE

**Fig. 8 – Gli indici "supercore" e "trimmed mean 30%", pure in moderazione, mantengono invece ritmi superiori al 2%**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Bloomberg

## 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 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](mailto:luca.mezzomo@intesasnpaolo.com)

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

[paolo.mameli@intesasnpaolo.com](mailto:paolo.mameli@intesasnpaolo.com)

Mario Di Marcantonio

[mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com](mailto:mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com)

Andrea Volpi

[andrea.volpi@intesasnpaolo.com](mailto:andrea.volpi@intesasnpaolo.com)