INTESA SANPAOLO

Macro

Macro Rapid Response

Sorprende al rialzo l'inflazione Eurozona e Italia a gennaio

3 febbraio 2025

A gennaio, l'inflazione è risultata più alta del previsto sia nell'Eurozona (in salita da 2,4% a 2,5% a/a) che in Italia (da 1,4% a 1,7%, sull'IPCA). Per l'area euro, ci si aspettava una moderazione per gli indici core, che viceversa sono rimasti fermi al 2,7% a/a. In ogni caso, non pensiamo che il dato sia tale da cambiare radicalmente le prospettive per l'inflazione: la domanda da parte dei consumatori resta debole, il che aumenta le probabilità che le componenti core, e in particolare i servizi, possano iniziare a evidenziare un trend più chiaro di decelerazione nei prossimi mesi. In tale contesto, non riteniamo che il dato possa incidere sul percorso di progressiva riduzione dei tassi da parte della BCE, che pensiamo possa portare il tasso depo al 2% entro giugno. Solo una estensione delle tariffe commerciale da parte della nuova amministrazione USA alla UE, con misure di ritorsione (tale eventualità non è inclusa nel nostro scenario di base, e ci pare poco probabile nel breve termine) potrebbe mettere a rischio tale evoluzione.

Research Department

Macroeconomic Research

Paolo Mameli
Economista

A gennaio, l'inflazione nell'area euro è salita a 2,5% a/a (-0,3% m/m) dal 2,4% di dicembre. **L'indice *core*** (sia al netto di food, energy, alcool & tobacco che al netto di energia e alimentari freschi) **è rimasto stabile al 2,7%. I dati sono risultati un decimo più alti rispetto alle attese** di consenso.

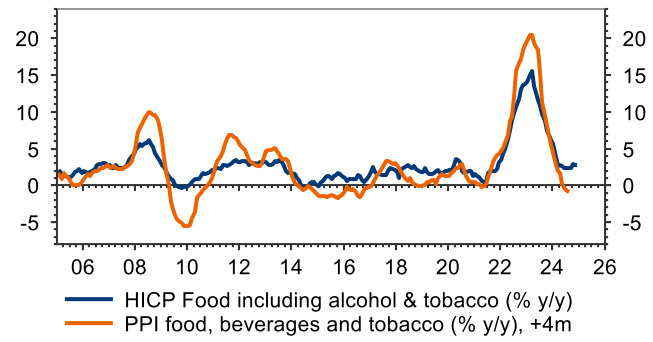
- **L'energia ha visto una accelerazione** a 2,9% m/m e 1,8% a/a, in sostanza tornando a dare un contributo positivo alla variazione annua come non accadeva dallo scorso luglio (e la variazione annua è ai massimi da aprile del 2023).
- **I listini alimentari sono cresciuti** di 0,6% m/m ma registrano una decelerazione su base tendenziale (la terza consecutiva), a 2,3% da 2,6% di dicembre.
- **Molto ampia la flessione mensile dei prezzi dei beni industriali non energetici (-2,4% m/m), la cui variazione annua risulta stabile a 0,5% a/a** (in linea con la media dei sei mesi precedenti e su livelli storicamente molto contenuti).
- Infine, **i servizi fanno segnare un -0,2% m/m, per una tendenza annua in decelerazione di un decimo a 3,9% a/a** (anche in questo caso, in linea con la media degli ultimi sei mesi).
- In sintesi, **il dato sorprende lievemente al rialzo. Soprattutto, ci si attendeva una maggiore moderazione degli indici al netto delle componenti più volatili**, dopo quanto visto dai dati nazionali preliminari diffusi la settimana scora. La sorpresa al rialzo su Italia (vedi infra) ha inciso. In ogni caso, non pensiamo che il dato sia tale da cambiare radicalmente le prospettive per l'inflazione: la domanda da parte dei consumatori resta debole, il che aumenta le probabilità che le componenti core, e in particolare i servizi, che stanno mostrando una elevata vischiosità, possano iniziare a evidenziare un trend più chiaro di decelerazione nei prossimi mesi.
- In tale contesto, **non riteniamo che il dato possa incidere sul percorso di progressiva riduzione dei tassi da parte della BCE**, che pensiamo possa portare il tasso depo al 2% entro giugno. Solo una estensione delle tariffe commerciale da parte della nuova amministrazione USA alla UE, con misure di ritorsione (tale eventualità non è inclusa nel nostro scenario di base, e ci pare poco probabile nel breve termine) potrebbe mettere a rischio tale evoluzione.

In Italia, l'inflazione ha sorpreso al rialzo, risultando più alta del consenso di un decimo sull'indice nazionale (1,5% a/a, da 1,3% a dicembre) e di ben tre decimi sulla misura armonizzata UE (1,7% a/a, da 1,4% il mese precedente: si tratta di un massimo da ottobre del 2023). Nel mese i prezzi

sono cresciuti di 0,6% m/m sul NIC e calati di -0,7% m/m sull'IPCA (per via del diverso trattamento dei saldi su abbigliamento e calzature).

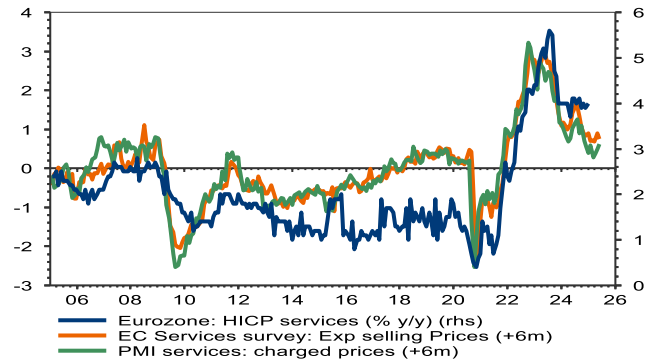
- Lo spaccato del NIC per divisione di spesa mostra **ampi rincari per le spese per "abitazione, acqua, elettricità e combustibili" (2,4% m/m), alimentari (1% m/m) e ricreazione, spettacoli e cultura (0,9% m/m).** Proprio questi ultimi fanno segnare la maggiore accelerazione su base annua, a 1,8% a/a da 0,9% precedente (le spese per la casa tornano in positivo, a 0,8% a/a, da zero a dicembre).
- **A differenza che nell'Eurozona, l'energia in Italia mantiene una variazione annua negativa, seppure in ulteriore attenuazione rispetto al mese precedente (-0,7% da -2,8% a/a). Tuttavia, si nota una netta crescita nel mese (3,4% m/m), dovuta soprattutto agli energetici regolamentati** (14,5% m/m, 27,8% a/a da 12,7% di dicembre).
- La componente "di fondo" (al netto di energia e alimentari freschi), sul NIC, cresce di 0,2% m/m come il mese precedente, ma risulta stabile su base annua, a 1,8%. Tuttavia, **l'indice del cosiddetto "carrello della spesa" rimbalza di ben 0,9% m/m (dopo il calo del mese precedente), riaccelerando su base tendenziale a 1,8% da 1,7%.**
- **Sull'indice armonizzato, i servizi si mantengono di oltre un punto al di sotto della media Eurozona** (in calo di un decimo a 2,8% a/a), ma **l'inflazione di fondo riaccelera, dopo la frenata di dicembre, a 1,9% da 1,8% a/a, rimanendo comunque su livelli ben inferiori a quelli della media area euro (2,7%).**
- In prospettiva, dopo le sorprese al ribasso degli ultimi mesi, **l'inflazione italiana comincia a mostrare il trend di risalita che ci aspettavamo da tempo, guidato soprattutto dall'energia.** Sta diventando più probabile una graduale riduzione del differenziale tra inflazione Eurozona e Italia: stimiamo quest'ultima (sull'IPCA) in media annua pari a 1,8% nel 2025.

Eurozona: il PPI segnala che ci sono spazi di discesa per l'inflazione alimentare



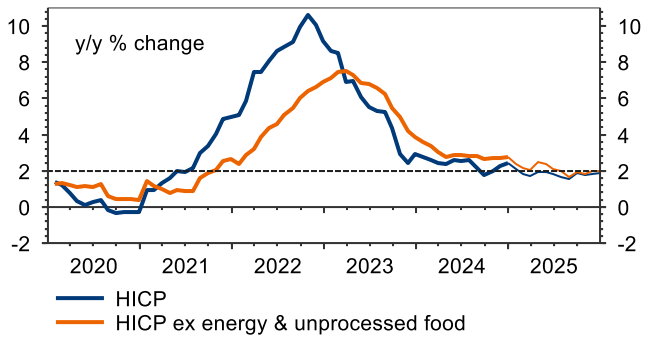
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

L'inflazione nei servizi è resiliente, ma le indagini di fiducia delle imprese del settore segnalano una possibile moderazione nei prossimi mesi



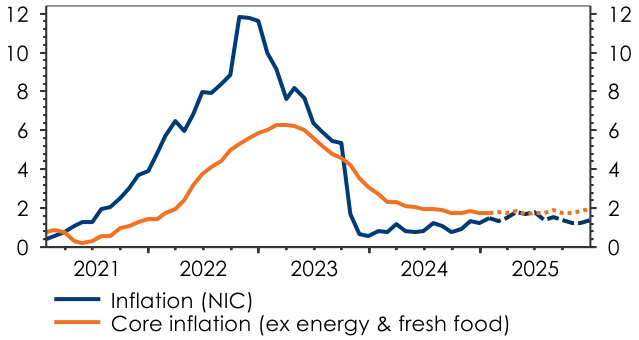
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Commissione UE

Eurozona: inflazione headline vs. inflazione core (al netto di alimentari freschi ed energia)



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Italia: inflazione headline vs. inflazione core (al netto di alimentari freschi ed energia)



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.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

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.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 – in accordo con 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 società del loro 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.

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 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@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Macroeconomic Research	
Paolo Mameli (Responsabile)	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Mario Di Marcantonio	mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	andrea.volpi@intesasanpaolo.com