

Focus Italia

Italia: inflazione attesa in forte calo a ottobre

L'inflazione in Italia ha mostrato un netto calo nell'ultimo anno (dopo il picco toccato in ottobre-novembre del 2022, a 11,8% a/a sul NIC e 12,6% sull'IPCA), ma resta superiore alla media dell'Eurozona. L'inflazione è attesa scendere bruscamente in ottobre (al 2,4% dal 5,3% di settembre sul NIC), per poi risalire nei primi mesi del 2024; successivamente è attesa una nuova fase discendente, sino al 2,2% alla fine dell'anno prossimo. I rischi su questo scenario sono verso l'alto e legati principalmente alla componente energia.

- L'ampio calo previsto per l'inflazione italiana in ottobre è legato principalmente ad effetti base favorevoli sull'energia, i quali però invertiranno di segno successivamente (nella prima parte del 2024). In media annua **l'inflazione energetica dovrebbe gradualmente rallentare dal 3,4% del 2023 all'1,7% del 2024, sino a dare un contributo nullo all'inflazione generale nel 2025.**
- Gli alimentari dovrebbero continuare a rallentare nei prossimi mesi, spinti al ribasso dalle quotazioni internazionali delle materie prime agricole e dai minori costi energetici, nonché da effetti base favorevoli destinati a cambiare direzione solo nella parte finale del 2024. **La media annua dei listini nel settore è attesa passare dal 9,7% di quest'anno al 3,1% del 2024 e al 2,3% nel 2025.**
- Il rallentamento delle pressioni a monte della catena produttiva continuerà a contribuire al calo dei prezzi dei beni industriali non energetici, visti al 2,6% a fine 2023 e sotto il 2% già a partire dai primi mesi del 2024 (1,5% a fine 2024, 1% a fine 2025). **La discesa dovrebbe essere più lenta e irregolare, invece, nei servizi**, per i quali la decelerazione sarà significativa solo nella prima parte del 2024, sulla scia del minor vigore della domanda: l'inflazione media annua nei servizi è attesa passare dal 4,2% del 2023 al 2,8% del 2024 ed al 2,3% nel 2025.
- **Secondo le nostre previsioni, l'inflazione generale potrebbe calare bruscamente in ottobre, a 2,4% da 5,3%** precedente sul NIC, e risultare poco variata negli ultimi due mesi dell'anno. L'indice dovrebbe tornare a salire all'inizio del prossimo anno, per poi scendere nuovamente nel 2° semestre, sino a raggiungere il 2,2% a dicembre 2024. L'inflazione calerebbe sotto la soglia del 2% solo nei mesi primaverili del 2025, prima di risalire lievemente nei mesi successivi. **La discesa sarà più regolare per l'indice core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia), atteso al 2,3% a fine 2024** e sotto il 2% solo dal 2° trimestre 2025.
- **La guerra in corso in Israele aggiunge incertezza alle prospettive dell'inflazione.** Gli effetti sono poco rilevanti nello scenario più probabile (che vede un conflitto ad alta intensità di breve durata). Viceversa, l'impatto sul costo dell'energia e quindi sui prezzi al consumo è rilevante negli scenari di rischio (conflitto locale ad alta intensità di maggiore durata o guerra su scala regionale).
- **I rischi sullo scenario di inflazione restano dunque verso l'alto**, dato che un eventuale rallentamento più accentuato del previsto dell'indice core, per via di un impatto più intenso della politica monetaria sulla domanda, potrebbe essere più che compensato da possibili nuovi shock sulla componente energia.

30 ottobre 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Aniello Dell'Anno

Economista - Area euro

Paolo Mameli

Economista

Introduzione

L'inflazione in Italia ha mostrato un netto calo nell'ultimo anno (dopo il picco toccato in ottobre-novembre del 2022, a 11,8% a/a sul NIC e 12,6% sull'IPCA), **ma resta superiore alla media dell'Eurozona**. A settembre l'inflazione misurata sull'indice nazionale è calata per il quinto mese consecutivo, ma solo marginalmente, a 5,3% dal 5,4% precedente, ed è cresciuta di un decimo sulla misura armonizzata, al 5,6%, contro una media per l'intera area dell'euro a 4,3%. Il rallentamento sull'indice NIC è spiegato principalmente da alimentari (8,4% a/a dal 9,7% di agosto) e beni industriali non energetici (3,6% da 4,1%). Viceversa, la dinamica nei servizi ha visto una accelerazione a 4,1% a/a dal 3,6% di agosto, e l'inflazione energetica è risalita in territorio positivo a causa di effetti base sfavorevoli, a 1,7% da -0,2% ad agosto. L'inflazione core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) ha continuato a calare, al 4,6% dal 4,8%, ed è ormai lontana dal picco di 6,3% toccato in marzo.

In questa fase, **la decelerazione dei prezzi di beni industriali e alimentari si confronta con una tenuta nei servizi**. Un discorso a parte merita l'energia, la cui dinamica risente da un lato di effetti base favorevoli legati al forte aumento delle tariffe di luce e gas nell'autunno dello scorso anno, dall'altro dell'effetto rialzista del graduale ritiro delle misure governative anti-rincari. Di seguito analizzeremo le dinamiche attese delle principali componenti di inflazione e alcuni scenari di rischio in merito agli effetti sui prezzi della possibile evoluzione dal conflitto in atto in Israele.

Dopo il “gradino al ribasso” di ottobre, la discesa successiva sarà lenta e irregolare

Al fine di migliorare le previsioni di inflazione di breve termine, abbiamo affiancato al nostro modello di stima dell'inflazione annua basato sull'aggregazione delle predizioni delle variazioni tendenziali dell'indice core BCE, dell'indice energia e di quello alimentari freschi un nuovo tool finalizzato a ottenere le **previsioni per le variazioni congiunturali dei prezzi nei tre mesi successivi attraverso l'aggregazione delle 12 divisioni di spesa di primo livello della classificazione per l'indice NIC**¹. Per le stime delle singole componenti abbiamo utilizzato modelli $SARIMAX(1,0,0)(1,0,0)_{12}$ ² i quali, oltre a tener conto della stagionalità, includono anche variabili esogene capaci di ridurre l'errore previsivo.

Sulla base di tale modello di breve termine, **nel mese di ottobre la crescita congiunturale dei prezzi dovrebbe attestarsi a +0,5% m/m sul NIC, un valore di gran lunga inferiore al +3,4% m/m registrato un anno fa**. La salita dei prezzi su base congiunturale deriverebbe in gran parte dalla componente “abitazione, acqua, elettricità e combustibili”, per via soprattutto del rincaro atteso dell'energia elettrica sul mercato regolamentato. Di contro, si dovrebbe vedere un calo dei prezzi degli alimentari lavorati, stimiamo di -1,8% m/m (5,3% a/a), per effetto del “trimestre anti-inflazione”, il cui impatto è stimato ipotizzando uno sconto medio del 4% sulle categorie di prodotti coinvolti dalla misura³. Le restanti componenti dovrebbero registrare una leggera crescita ad eccezione di educazione, comunicazione e servizi ricreativi, attese calare lievemente per effetti stagionali e per le correzioni successive agli aumenti dei mesi scorsi. In novembre la variazione mensile dell'indice NIC potrebbe rallentare lievemente a +0,4% m/m, con ulteriori rincari della componente energia cui dovrebbe contrapporsi una flessione dei listini dei servizi ricettivi. La crescita congiunturale potrebbe essere pari a +0,4% m/m anche a

¹ Le componenti sono le seguenti: prodotti alimentari e bevande analcoliche; bevande alcoliche e tabacchi; abbigliamento e calzature; abitazione, acqua, elettricità e combustibili; mobili, articoli e servizi per la casa; servizi sanitari e spese per la salute; trasporti; comunicazioni; ricreazione, spettacoli e cultura; Istruzione; servizi ricettivi e di ristorazione; altri beni e servizi.

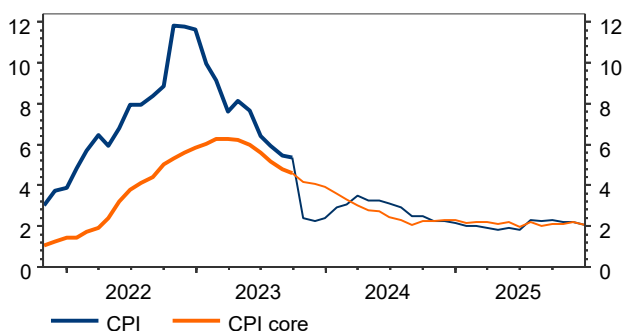
² Le previsioni sono ottenute attraverso la seguente equazione di regressione: $y_t = c + \sum_{n=1}^p \alpha_{t-n} y_{t-n} + \sum_{n=1}^p \beta_{t-n} x_{t-n} + \sum_{n=1}^p \theta_{t-n} d_{t-ns} + \varepsilon_t$.

³ Le sotto-componenti soggette allo sconto ipotizzato del 4% sono le seguenti: pane e cereali, pesce surgelato, latte, formaggi e uova, oli e grassi, vegetali surgelati, alimenti per bambini che pesano meno della metà della componente prodotti alimentari e bevande analcoliche.

dicembre. Tali variazioni congiunturali implicano che **l'inflazione possa calare bruscamente in ottobre, a 2,4% da 5,3%** precedente, per via principalmente di un confronto favorevole con i rincari delle bollette di un anno fa, e risultare poi poco variata negli ultimi due mesi dell'anno (2,4% a dicembre).

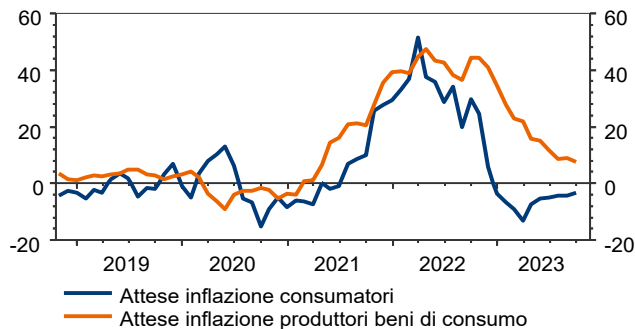
Il nostro approccio empirico suggerisce che la previsione oltre i tre mesi non sia desunta da tale modello di breve termine ma derivi dall'aggregazione degli output di equazioni strutturali per l'inflazione core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia), per la quale utilizziamo un modello FA-PC con stagionalità moltiplicativa⁴, inflazione energetica e inflazione da alimentari freschi. I risultati suggeriscono **che l'inflazione possa tornare a salire all'inizio del prossimo anno, attestandosi per la media del primo semestre 2024 poco sopra il 3%** (il picco potrebbe essere toccato nel marzo 2024 a 3,5%). Nel 2° semestre si avrebbe una nuova discesa, che porterebbe l'indice a 2,2% a dicembre 2024. L'inflazione calerebbe sotto la soglia del 2% solo nella primavera del 2025, prima di risalire lievemente nei mesi successivi, attestandosi attorno al 2,1% sia in media d'anno che a fine 2025.

Fig. 1 – Inflazione headline vs inflazione core BCE (indice NIC)



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 2 – Le attese dei consumatori sui prezzi sono da tempo in territorio negativo, quelle delle imprese industriali stanno gradualmente rallentando

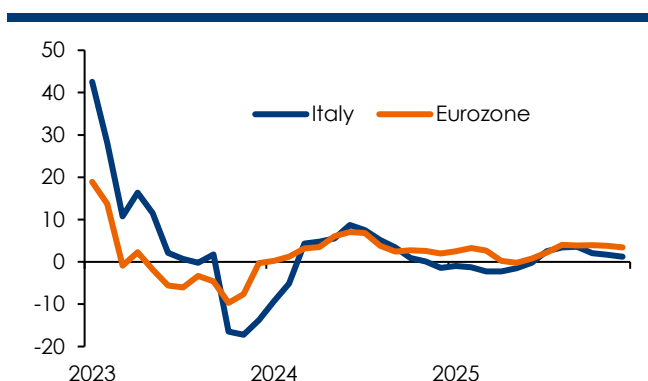


Nota: le serie Istat sulla fiducia sono interpolate per via del dato mancante di aprile 2020. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

L'aumento previsto nella prima metà del 2024 è legato principalmente ad effetti base sfavorevoli sull'energia, attesa ritornare in territorio positivo già da marzo e tornare a calare solamente nel secondo semestre 2024. In media annua **l'inflazione energetica dovrebbe gradualmente rallentare dal 3,4% del 2023 all'1,7% del 2024, fino a dare un contributo nullo all'inflazione generale nel 2025**. La previsione è basata sulla nostra assunzione di un prezzo del gas naturale europeo in calo da 43 euro per MWh nel 2023 a 35 euro nel 2024 e a 30 euro nel 2025. In tal senso, anche in relazione agli scenari di rischio derivanti dall'escalation in Medio Oriente, **i rischi sulla previsione dell'inflazione energetica ci appaiono verso l'alto**.

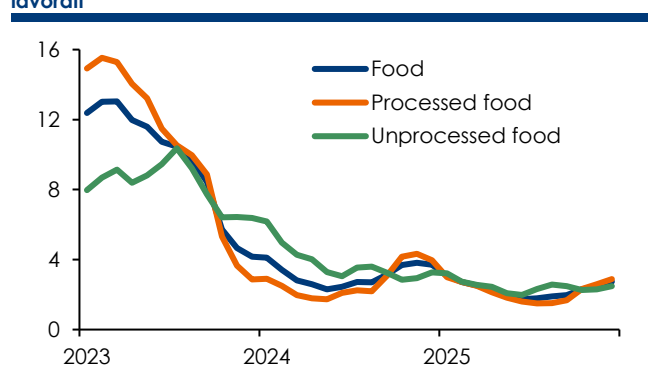
⁴ L'equazione alla base della stima dell'indice core BCE è la seguente: $\Delta\pi_t^{core} = \Delta\hat{\pi} + \sum_{i=1}^3 \Delta\pi_{t-i}^{nrg} + f(U_t) + f(wages_t) + f(gas_t) + \varepsilon_t$, dove $\hat{\pi}$ deriva dal seguente modello: $\Delta\pi_t^{core} = \sum_{i=1}^3 \Delta\pi_{t-i}^{core} + \Delta\pi_{t-12}^{core} + \varepsilon_t$.

Fig. 3 – Previsioni sull'inflazione energetica (Eurozona e Italia)



Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat ed Eurostat

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

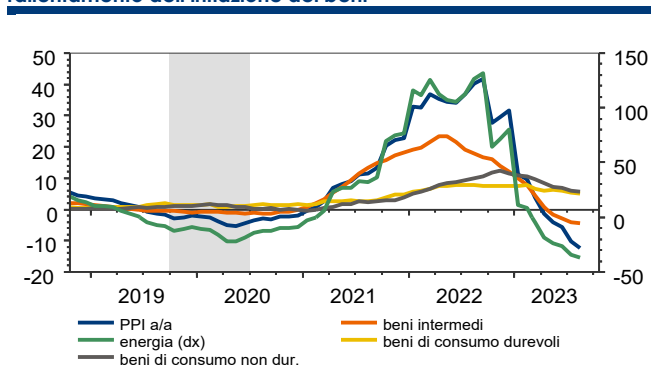


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Anche l'inflazione alimentare è attesa continuare a rallentare il prossimo anno, spinta al ribasso dalle quotazioni internazionali delle materie prime agricole e dai minori costi energetici, nonché da effetti base favorevoli destinati a cambiare di segno solo nella parte finale del 2024. La media annua dei listini nel settore è attesa passare dal 9,7% di quest'anno al 3,1% nel 2024 e al 2,3% nel 2025. La discesa dovrebbe riguardare sia gli alimentari lavorati che quelli freschi, ma i rischi rimangono verso l'alto: la forte sensibilità a shock climatici degli alimentari freschi, e l'alta correlazione tra alimentari lavorati ed energia, potrebbero rallentare la discesa dei prezzi nel settore.

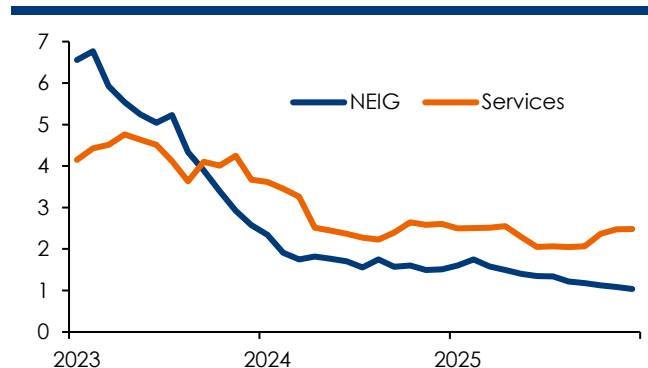
Per quanto concerne le due principali componenti core, riteniamo che l'inflazione dei beni industriali non energetici possa diminuire più di quella dei servizi, per via dell'impatto al ribasso sulla prima della normalizzazione delle catene produttive mondiali (e dei prezzi delle materie prime energetiche), e viceversa degli effetti al rialzo sui servizi della salita in corso del costo del lavoro. La tendenza annua dei beni industriali non energetici è attesa in calo per tutto l'orizzonte previsivo, sino al 2,6% a fine 2023 e sotto il 2% già a partire dai primi mesi del 2024 (1,5% a fine 2024, 1% a fine 2025). La discesa dovrebbe essere più lenta e irregolare, invece, nei servizi, per i quali la decelerazione sarà significativa solo nella prima parte del 2024, sulla scia del minor vigore della domanda: l'inflazione media annua nei servizi è attesa passare dal 4,2% del 2023 al 2,8% del 2024 e al 2,3% nel 2025.

Fig. 5 – Le dinamiche dei prezzi alla produzione anticipano un rallentamento dell'inflazione dei beni



Nota: in ombreggiato i periodi recessivi. Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

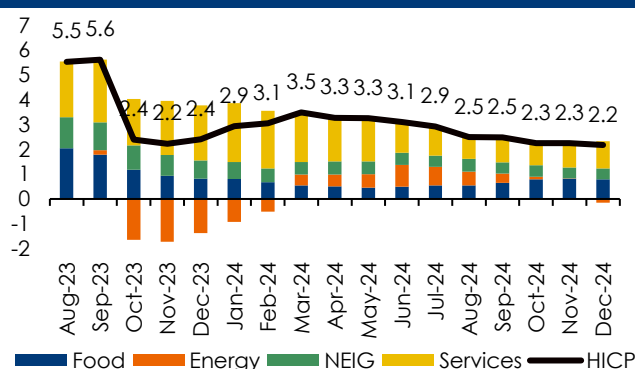
Fig. 6 – Non-Energy Industrial Goods vs Servizi



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 7 – Impatto sull'inflazione complessiva degli effetti base delle componenti alimentari, servizi ed energia


Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 8 – Contributi all'inflazione delle principali componenti


Nota: il contributo delle componenti è calcolato sull'indice armonizzato UE.
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

L'inflazione core BCE (al netto di energia e alimentari freschi) continuerà quindi, nel nostro scenario, a diminuire gradualmente, ma rimarrà sopra il 2% anche il prossimo anno. **Dopo aver raggiunto il 4,6% a settembre 2023, l'inflazione core BCE dovrebbe scendere al 2,3% a fine 2024, per attestarsi poi attorno alla soglia del 2% dal 2° trimestre 2025.** Molto della dinamica dell'indice al netto delle componenti più volatili dipenderà dall'esito dei futuri rinnovi contrattuali (alla fine di settembre, nel settore privato, oltre il 40% dei contratti è in attesa di rinnovo; nei servizi, tale percentuale sale oltre il 74%); in ogni caso, i rischi di effetti di seconda battuta paiono al momento limitati.

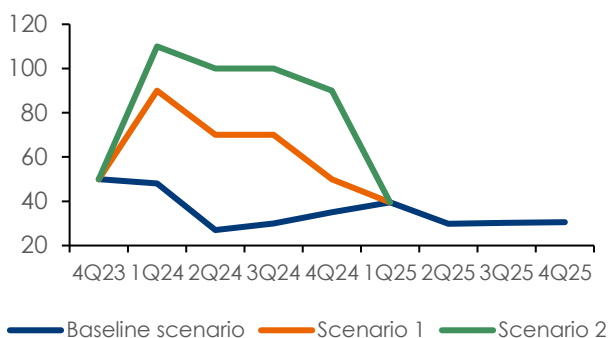
I possibili scenari sull'evoluzione della guerra in Israele

La guerra in corso in Israele aggiunge incertezza allo scenario, in particolare per quanto riguarda l'inflazione energetica. Ecco una tassonomia dei possibili scenari sull'evoluzione del conflitto:

- **Scenario base (probabilità 75%): un conflitto locale a bassa intensità.** Per questo caso, abbiamo ipotizzato una fase di breve durata, ma ad alta intensità (0-2 mesi), seguita da un conflitto prolungato, ma a bassa intensità, tra Israele e Hamas (2-24 mesi o più), con un possibile ma limitato coinvolgimento di Cisgiordania e obiettivi militari in Libano e Siria. Ciò potrebbe comportare reazioni di mercato nel brevissimo termine ed in seguito *mean reversion* ai livelli pre-attacco, per l'assottigliarsi dei risk premia e limitati effetti di spillover negativi. In questo scenario la dinamica dell'inflazione è quella descritta nei paragrafi precedenti.
- **Scenario di rischio 1 (probabilità 20%): un conflitto locale di maggiore intensità con tensioni persistenti.** Questo caso prevede una più lunga fase ad alta intensità (0-6 mesi), seguita da una prolungata fase a bassa intensità (6-24 mesi o più), con un coinvolgimento di Cisgiordania, Libano, Siria e selezionati obiettivi militari in Iran. In questo scenario potrebbero registrarsi forti reazioni di mercato (0-6 mesi), alta volatilità, ed una successiva fase a bassa intensità con una *mean reversion* dei prezzi degli asset verso i livelli pre-attacco, per l'assottigliarsi dei risk premia. Il Medio Oriente è la regione più colpita, con effetti però anche per l'Europa.
- **Scenario di rischio 2 (probabilità 5%): un conflitto su scala regionale.** In questo caso, la tempistica del conflitto è altamente incerta perché è lo scenario meno auspicabile per tutti gli attori. Questo scenario, infatti, prevede un'escalation delle tensioni che porta a un conflitto di maggiore durata (1-12 mesi) ed esteso su scala regionale, con il coinvolgimento dell'Iran. In questo caso ci aspettiamo forti reazioni di mercato (1-6 mesi) con alta volatilità: più ampi saranno i guadagni (o le perdite) degli asset, più ampie saranno le correzioni (o i rimbalzi) quando i mercati si aggiusteranno e prevarranno altre preoccupazioni (rischi recessivi e inflattivi). Il Medio Oriente e l'Europa sono le regioni più colpite.

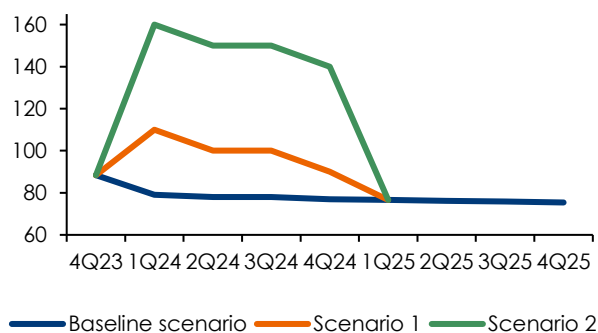
Nello scenario di base, che riteniamo il più probabile, gli effetti macroeconomici per l'Europa e l'Italia sarebbero poco rilevanti. Viceversa, negli scenari di rischio, vi sarebbe un impatto significativo sul costo dell'energia. Nello scenario di rischio 1, **un peggioramento del quadro geopolitico, senza che si arrivi però ad un conflitto su scala regionale, potrebbe portare a aumento dei prezzi in media annua di petrolio e gas naturale rispettivamente a 100 dollari al barile e 70 euro per MWh**; nello scenario 2 il prezzo medio annuo di petrolio e gas naturale salirebbe a 150 dollari per barile e a 100 euro per MWh. In entrambi i casi, i prezzi tornerebbero nel 2025 in linea con i livelli previsti per lo scenario base, ovvero 76 dollari al barile per il petrolio e 30 euro per MWh per il gas naturale.

Fig. 9 – Prezzo del petrolio: scenario di base vs. scenari alternativi



Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 10 – Prezzo del gas naturale in Europa: scenario di base vs. scenari alternativi



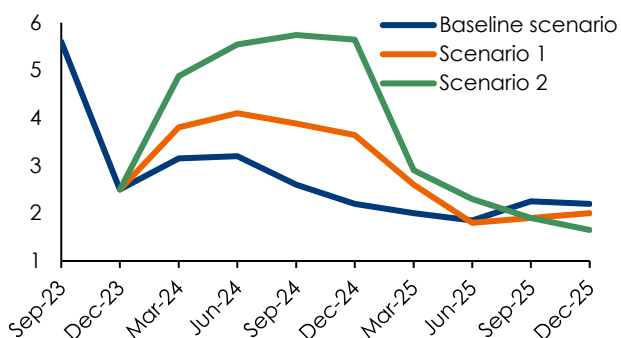
Fonte: Intesa Sanpaolo

L'ordine di grandezza dell'impatto dello shock sul livello dei prezzi domestici può essere inferito attraverso un tool di simulazione sviluppato da Intesa Sanpaolo. Tale strumento permette di trasferire i rincari di petrolio e gas sull'inflazione dei prezzi al consumo dei beni energetici in Italia; l'inflazione energetica è inoltre contenuta all'interno delle equazioni che stimano rispettivamente l'inflazione core BCE e quella sugli alimentari; di conseguenza, l'impatto sull'indice generale viene calcolato attraverso l'aggregazione delle tre componenti.

Come si evince dai grafici 11 e 12, **nello scenario 1 la crescita addizionale dell'inflazione media annua ammonterebbe a +1,1% per il 2024** e zero per il 2025 sull'indice generale, mentre l'impatto sull'indice core BCE risulterebbe più contenuto (+0,4% nel 2024 e zero nel 2025). Il differenziale con lo scenario centrale toccherebbe un massimo nel 4° trimestre, con una discesa successiva più rapida rispetto al nostro scenario base; a partire dal 2° trimestre 2023 la dinamica dei prezzi si sposterebbe sotto le previsioni nel caso di assenza di shock. Il gap dell'inflazione core è atteso chiudersi, invece, nella prima parte del 2025.

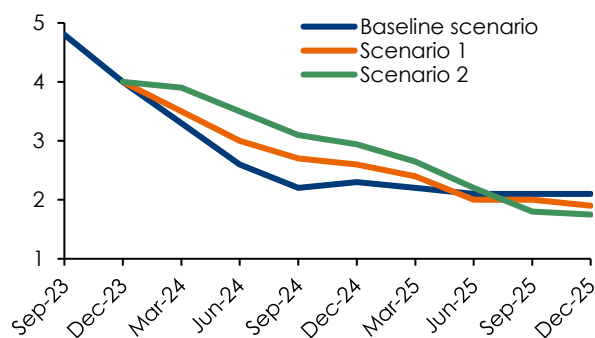
L'aumento dei prezzi delle materie prime prospettato nello scenario 2 determina un rialzo dell'inflazione media annua di +2,8% nel 2024 e +0,1% nel 2025; il picco si avrebbe nel 3° trimestre 2024 ma la differenza tra scenario 2 e scenario di base toccherebbe il suo massimo nella parte finale dell'anno. L'impatto dello shock per l'inflazione core BCE è massimo a cavallo tra il 3° e 4° trimestre; l'inflazione core BCE è destinata a calare sotto lo scenario di base nella seconda parte del 2025.

Fig. 11 – Dinamica dell'inflazione headline negli scenari 1 e 2



Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 12 – Dinamica dell'inflazione core negli scenari 1 e 2



Fonte: Intesa Sanpaolo

Conclusioni

Il nostro scenario previsionale rimane coerente con una discesa dell'inflazione headline lenta e irregolare, visti i rischi al rialzo sulla componente energia e la rigidità nei servizi. In media annua, l'indice NIC dovrebbe moderare dal 6% atteso nel 2023 al 2,8% il prossimo anno e al 2,1% nel 2025. La discesa dell'inflazione core BCE dovrebbe essere più regolare, con l'indice atteso passare in media annua dal 5,3% di quest'anno al 2,6% nel 2024 e al 2,1% nel 2025. I rischi sullo scenario restano verso l'alto, dato che un eventuale rallentamento più accentuato del previsto dell'indice core, per via di un impatto più intenso della politica monetaria sulla domanda, potrebbe essere più che compensato da possibili nuovi shock sulla componente energia.

Previsioni di inflazione, anno 2023

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-23	119.3	119.1	118.2	118.3	10.7	10.0	9.6	9.8
feb-23	119.4	119.3	118.4	118.5	9.8	9.1	8.7	8.9
mar-23	120.3	118.8	118.0	118.0	8.1	7.6	7.4	7.4
apr-23	121.3	119.3	118.3	118.4	8.6	8.2	7.7	7.9
mag-23	121.7	119.7	118.5	118.6	8.0	7.6	7.1	7.2
giu-23	121.8	119.7	118.5	118.6	6.7	6.4	5.9	6.0
lug-23	119.9	119.7	118.6	118.7	6.3	5.9	5.6	5.7
ago-23	120.1	120.1	119.0	119.1	5.5	5.4	5.1	5.2
set-23	122.1	120.3	119.2	119.3	5.6	5.3	5.0	5.1
ott-23	122.9	120.9	119.7	119.8	2.4	2.4	2.2	2.2
nov-23	123.5	121.3	120.1	120.2	2.2	2.2	2.0	2.0
dic-23	124.0	121.9	120.7	120.8	2.4	2.4	2.2	2.2
Media	121.4	120.0	118.9	119.0	6.3	6.0	5.7	5.7

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno 2024

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-24	122.8	122.6	121.3	121.4	2.9	2.9	2.6	2.6
feb-24	123.0	122.9	121.7	121.7	3.1	3.1	2.8	2.7
mar-24	124.5	123.0	121.7	121.7	3.5	3.5	3.1	3.1
apr-24	125.3	123.2	121.8	121.8	3.3	3.3	3.0	2.9
mag-24	125.7	123.6	122.1	122.1	3.3	3.3	3.0	3.0
giu-24	125.6	123.4	121.9	121.9	3.1	3.1	2.9	2.8
lug-24	123.4	123.2	121.7	121.7	2.9	2.9	2.6	2.5
ago-24	123.1	123.1	121.6	121.6	2.5	2.5	2.2	2.1
set-24	125.1	123.3	121.8	121.8	2.5	2.5	2.2	2.1
ott-24	125.6	123.6	122.0	122.0	2.3	2.2	1.9	1.8
nov-24	126.3	124.1	122.4	122.4	2.3	2.3	1.9	1.8
dic-24	126.7	124.5	122.9	122.9	2.2	2.2	1.8	1.7
Media	124.8	123.4	121.9	121.9	2.8	2.8	2.5	2.4

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno 2025

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-25	125.3	125.1	123.3	123.3	2.0	2.0	1.6	1.6
feb-25	125.5	125.4	123.7	123.6	2.0	2.0	1.6	1.6
mar-25	126.9	125.3	123.6	123.5	1.9	1.9	1.6	1.5
apr-25	127.6	125.4	123.6	123.5	1.8	1.8	1.5	1.4
mag-25	128.1	126.0	124.0	123.9	1.9	1.9	1.6	1.5
giu-25	127.9	125.7	123.7	123.6	1.8	1.8	1.5	1.4
lug-25	126.3	126.0	124.1	124.0	2.3	2.3	2.0	1.9
ago-25	125.9	125.9	123.9	123.8	2.2	2.2	1.9	1.8
set-25	128.0	126.1	124.2	124.1	2.3	2.3	2.0	1.9
ott-25	128.4	126.3	124.2	124.1	2.2	2.2	1.8	1.7
nov-25	129.1	126.8	124.7	124.6	2.2	2.2	1.9	1.8
dic-25	129.3	127.1	125.1	125.0	2.1	2.1	1.8	1.7
Media	127.3	125.9	124.0	123.9	2.1	2.1	1.7	1.6

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di inflazione, anno 2026

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-26	127.8	127.6	125.5	125.4	2.0	2.0	1.8	1.7
feb-26	127.9	127.7	125.6	125.5	1.8	1.8	1.5	1.5
mar-26	129.2	127.6	125.5	125.4	1.9	1.9	1.5	1.5
apr-26	130.0	127.9	125.6	125.5	2.0	1.9	1.6	1.6
mag-26	130.5	128.3	125.8	125.7	1.8	1.8	1.5	1.5
giu-26	130.3	128.1	125.6	125.5	1.9	1.9	1.5	1.5
lug-26	128.8	128.6	126.1	126.0	2.0	2.0	1.6	1.6
ago-26	128.4	128.4	125.9	125.8	2.0	2.0	1.6	1.6
set-26	130.6	128.7	126.2	126.1	2.0	2.0	1.6	1.6
ott-26	131.0	128.9	126.2	126.1	2.0	2.0	1.6	1.6
nov-26	131.7	129.4	126.7	126.6	2.0	2.0	1.6	1.6
dic-26	131.9	129.6	127.1	127.0	2.0	2.0	1.6	1.6
Media	129.8	128.4	126.0	125.9	2.0	2.0	1.6	1.6

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

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