

## Focus Area Euro

### Area euro: il ruolo dei profitti tra le determinanti dell'inflazione

- Dalla seconda metà del 2021, i profitti sono cresciuti rapidamente in tutti i settori, in particolare nei servizi ad alta intensità di contatti e nell'energia. Al momento, l'aumento dei profitti unitari spiega ancora gran parte della crescita del deflatore del PIL, ma le retribuzioni sono in fase di recupero.
- L'indebolimento della domanda e la ripresa dei salari dovrebbero favorire un rallentamento della crescita dei profitti unitari nei prossimi trimestri, in particolare nel settore manifatturiero. L'incertezza è più elevata nel settore dei servizi, più esposti all'aumento del costo del lavoro ma anche all'evoluzione futura della domanda, che per ora resta robusta.
- Abbiamo stimato l'effetto di questi fattori utilizzando un semplice modello di regressione. I risultati suggeriscono che la crescita dei margini unitari dovrebbe raffreddarsi abbastanza rapidamente nel corso dell'anno, poiché il raffreddamento della domanda renderà più difficile per le imprese mantenere prezzi elevati, mentre la forte crescita dei salari inciderà sui margini unitari.
- Lo scenario di inflazione dipenderà quindi dall'evolversi di due forze che agiranno in senso opposto: da un lato, una crescita salariale più sostenuta potrebbe mantenere l'inflazione su livelli elevati più a lungo; dall'altro, la prospettiva di margini più contenuti, soprattutto sul mercato dei beni, agirà in senso disinflazionistico. Nel complesso, confermiamo il nostro scenario centrale, che vede un rallentamento dell'inflazione core poco al di sotto del 4% a fine 2023.
- I rischi sul nostro scenario di base sono verso l'alto, e concentrati sul settore dei servizi. Se le imprese dovessero decidere di trasferire i maggiori costi dovuti agli aumenti salariali sui consumatori, il rischio di una spirale profitti-salari-prezzi si farebbe più concreto, ma allo stesso tempo concentrato nei servizi.

18 luglio 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

**Aniello Dell'Anno**

Economista - Area euro

**Andrea Volpi**

Economista - Area euro

## Introduzione

La forte salita dell'inflazione area euro dalla metà del 2021 è stata principalmente la conseguenza di shock esogeni (i "colli di bottiglia" dal lato dell'offerta durante la fase di ripresa post-pandemica prima, e la guerra in Ucraina poi), che hanno causato un rapido aumento dei prezzi di energia e alimentari. L'inflazione innescata da fattori esogeni, si è poi innestata su un quadro di ripresa robusta della domanda, attivando un meccanismo endogeno di trasmissione dei rincari sui prezzi domestici, che ha favorito un forte aumento dell'indice core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia). Ad esso si è aggiunta la revisione dei prezzi nei settori dei servizi in precedenza frenati dalle restrizioni pandemiche.

In tale contesto, **le imprese hanno cercato di proteggere i propri margini aumentando i prezzi di vendita, grazie alla vivacità della domanda, specie nei settori con bassa elasticità della domanda ai prezzi**; gli utili sono saliti in tutti i settori, e alcuni comparti hanno registrato aumenti sproporzionati rispetto ai rincari dei fattori produttivi. Allo stesso tempo, **i sindacati, nel tentativo di recuperare potere d'acquisto, hanno iniziato a richiedere salari nominali più alti**, facilitati da un mercato del lavoro robusto e da margini aziendali elevati.

**L'interazione di questi due processi potrebbe teoricamente innescare una spirale profitti-salari-prezzi.** Se, infatti, le imprese decidessero di scaricare nuovamente a valle i maggiori costi legati all'aumento dei salari, si genererebbero effetti di seconda battuta che manterrebbero la dinamica dell'inflazione di fondo elevata più a lungo.

## Forte contributo dei profitti all'inflazione

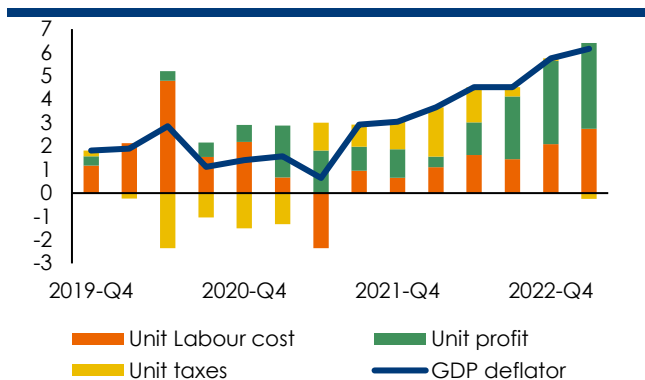
Per indagare sul ruolo che hanno avuto i profitti nei recenti aumenti dei prezzi, abbiamo considerato una scomposizione del deflatore del PIL<sup>1</sup>, una misura fortemente correlata con l'inflazione core. I dati di contabilità nazionale consentono infatti di scomporre il valore aggiunto in redditi da lavoro e da capitale; il margine operativo lordo (MOL) è calcolato come differenza tra il valore aggiunto lordo e i redditi da lavoro dipendente; questo saldo include anche gli ammortamenti. Calcoliamo i profitti unitari come rapporto fra margine operativo lordo e PIL reale<sup>2</sup>.

I risultati di questa analisi sono rappresentati nella Figura 1. Il contributo dei profitti unitari al deflatore del PIL si è mantenuto positivo anche dopo lo scoppio della pandemia, ed è cresciuto fino ai massimi recenti. Nel 2020 sia i profitti unitari che il costo del lavoro per unità prodotta (CLUP) si sono contratti meno del PIL, anche grazie alle politiche fiscali espansive messe in campo dai governi dei Paesi dell'area euro (la componente tassazione netta riferita a quel periodo è in territorio negativo). Agli inizi del 2021 la parte relativa al costo del lavoro ha iniziato a calare a causa del venir meno delle misure di sostegno del mercato del lavoro e dell'aumento dei prezzi energetici. **Di contro è iniziata la fase di crescita dei profitti unitari, continuata fino al primo trimestre 2023** (quando hanno spiegato da soli oltre il 50% dell'aumento dei prezzi). Se da un lato questa componente continua a fornire il maggior contributo alla crescita del deflatore, dall'altro iniziano ad emergere segnali di **recupero del CLUP che dovrebbe superare l'apporto dei profitti unitari già nel trimestre primaverile**, in un contesto di calo della produttività.

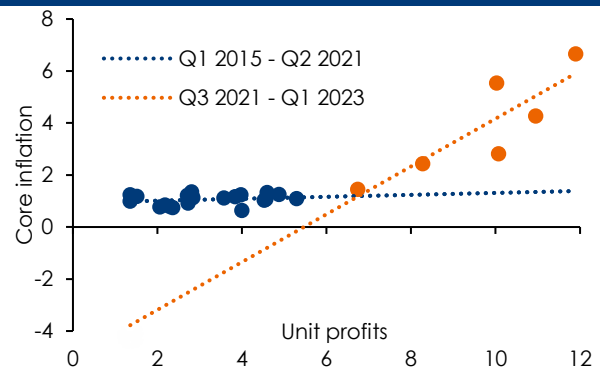
---

<sup>1</sup> Il deflatore del PIL riflette il prezzo di un'unità di produzione e può essere visto come una misura delle pressioni sui prezzi interni. Il legame tra il deflatore del PIL e l'inflazione di fondo, ossia l'inflazione complessiva al netto dell'energia e degli alimenti non lavorati, è forte.

<sup>2</sup> Così anche E. Hahn in: "[How have unit profits contributed to the recent strengthening of euro area domestic price pressures?](#)", ECB Economic Bulletin, Issue 4/2023.

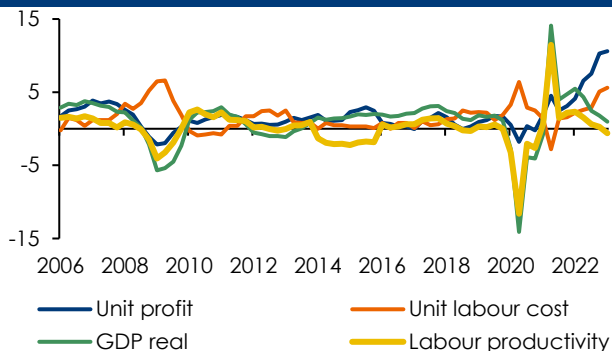
**Fig. 1 – Contributi alla crescita % a/a del deflatore del PIL**

Nota: l'ultima osservazione è relativa al 1° trimestre 2023. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

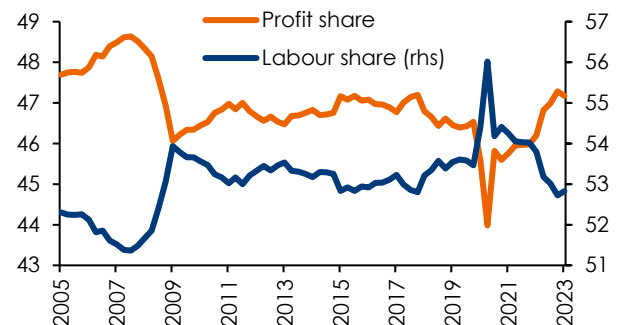
**Fig. 2 – La relazione tra profitti unitari e inflazione core è diventata più forte nel periodo più recente**

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Il bilanciamento delle due componenti è confermato dal grafico nella Figura 4. Il forte aumento dei profitti registrato dalla seconda metà del 2021 ha significato uno spostamento della distribuzione del valore aggiunto tra imprese e lavoro, per cui la quota dei profitti rispetto al PIL (al netto delle imposte) è salita al di sopra dei livelli pre-pandemici, mentre la quota dei redditi da lavoro è diminuita. Questa tendenza divergente, tuttavia, sembra essersi interrotta nel 1° trimestre, e potrebbe mostrare un'inversione nei prossimi trimestri, grazie agli aumenti delle retribuzioni sanciti dagli accordi siglati nella parte finale del 2022. La combinazione di crescita del costo del lavoro e decelerazione dei profitti potrebbe quindi proseguire nel corso dell'anno.

**Fig. 3 – La crescita dei profitti unitari potrebbe aver raggiunto un punto di massimo a inizio 2023**

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

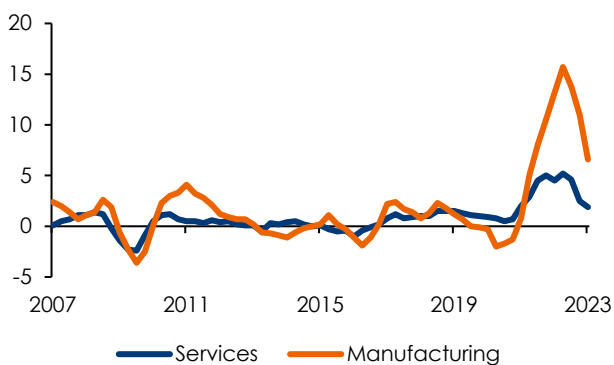
**Fig. 4 – Andamento della quota dei profitti e delle retribuzioni rispetto al PIL al netto della tassazione**

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

La distribuzione temporale e per settore dei profitti suggerisce che la crescita dei margini delle imprese sia stata trainata da un eccesso di domanda rispetto all'offerta in molti settori, da una minore elasticità della domanda dei consumatori al prezzo, e da aspettative di maggiori costi marginali futuri, che hanno spinto le aziende a smussare gli aumenti dei propri listini nel tempo piuttosto che incrementarli in modo brusco e repentino. In un primo momento, la crescita dei profitti unitari è stata guidata dalla ripresa della domanda, a cui si è poi associato l'ampio shock sui costi energetici. Durante la fase pandemica, un ruolo chiave è stato giocato dall'accumulo di risparmi e dalle restrizioni anti-contagio, che hanno causato uno spostamento di domanda dai servizi ai beni, permettendo alle imprese manifatturiere di aumentare i prezzi. Durante la fase di ripresa post-pandemica, è stato il settore dei servizi a beneficiare delle riaperture, mentre l'aumento del prezzo del gas ha favorito un aumento dei profitti unitari per le imprese energetiche e un aumento dei costi per le altre imprese, che hanno poi trasferito a valle tali rincari in base alle condizioni di domanda. In sintesi, il maggior potere contrattuale accumulato

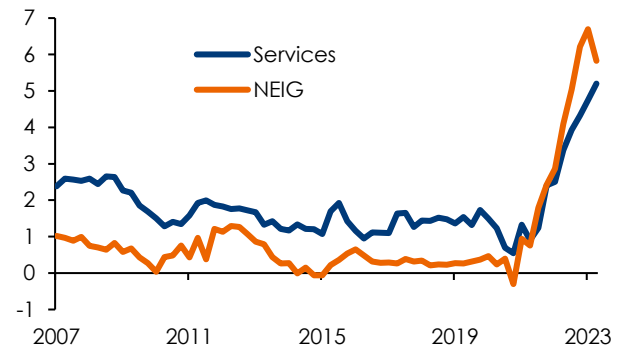
nel tempo da parte delle imprese si è tradotto, nella fase di ripresa, in un aumento dei profitti unitari legato a una crescita dei prezzi di vendita e non a un contenimento dei costi, principalmente a causa della natura degli shock esogeni che hanno colpito l'economia. L'aumento generalizzato dei prezzi ha coinvolto sia i settori con basso mark-up (il settore manifatturiero, ad esempio) che quelli con alto mark-up (i servizi). Nel decennio precedente allo shock pandemico le aziende, in particolare quelle con un forte potere di mercato (alto mark-up), erano riuscite a minimizzare il trasferimento dei maggiori costi ai prezzi finali, con la conseguenza di un'inflazione meno "ciclica"<sup>3</sup>. Ciò non è accaduto nel periodo più recente, quando la vivacità della domanda e il forte aumento dei costi hanno favorito una maggiore ciclicità dei prezzi, anche nei settori caratterizzati da alto mark-up come quello dei servizi (vedi Fig. 6).

**Fig. 5 – PPI nel settore manifatturiero e nei servizi**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 6 – Inflazione da beni industriali non energetici (Non Energy Industrial Goods, NEIG) e servizi**

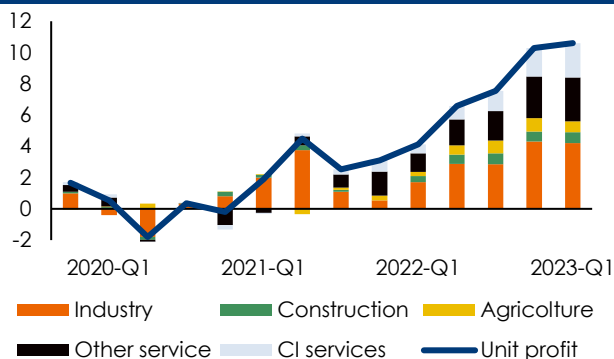


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

La crescita dei prezzi praticati dalle aziende, quindi, non è collegata solamente alla vivacità della domanda domestica ma anche ad effetti indiretti collegati a fattori esterni che hanno colpito l'economia in questi anni. La prevalenza di shock da costi (strozzature all'offerta, forte aumento dell'energia), in un contesto di domanda robusta durante la fase di ripresa post-pandemica, ha di fatto ridotto la concorrenza sui prezzi da parte delle imprese e agito sulla sensibilità al prezzo dei consumatori, accrescendone, temporaneamente, il grado di "sopportazione" dei rincari. In aggiunta, il contesto di elevata incertezza ha rafforzato le aspettative delle imprese per un aumento duraturo dei costi marginali, spingendole ad aumentare i prezzi. I dati relativi ai profitti nominali del 2022 sembrano supportare questa narrativa: l'aumento generalizzato è coerente con il fatto che le imprese possano aver aumentato i margini di profitto nel 2022 in previsione di future pressioni sui costi, mentre l'eterogeneità degli aumenti confermerebbe che i profitti sono cresciuti soprattutto nei settori che hanno beneficiato della vivacità della domanda (ad esempio, nei servizi ad alta intensità di contatti) e in quelli caratterizzati da una più bassa elasticità della domanda rispetto al prezzo (ad esempio, la filiera agro-alimentare). Per tali ragioni, il rallentamento del ciclo tra fine 2022 e inizio 2023, e l'andamento sfavorevole delle ragioni di scambio nel 2022, non avrebbero frenato l'andamento degli utili unitari.

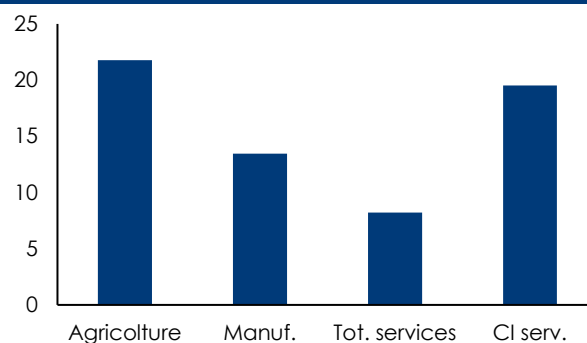
<sup>3</sup> Kouvavas, Omiros, Chiara Osbat, Timo Reinelt, and Isabel Vansteenkiste. "[Markups and inflation cyclicity in the euro area.](#)" (2021).

Fig. 7 – Contributo dei settori alla crescita dei profitti unitari



Nota: i profitti unitari corrispondono al surplus operativo lordo in rapporto al PIL reale. I servizi ad alta intensità di contatti comprendono il commercio, i trasporti, i servizi di alloggio e ristorazione, nonché i servizi artistici, di intrattenimento, ricreativi e altri servizi. Ultime osservazioni: T1 2023. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 8 – Crescita annua dei profitti nominali nel 2022



Nota: i servizi ad alta intensità di contatti comprendono il commercio, i trasporti, i servizi di alloggio e ristorazione, nonché i servizi artistici, di intrattenimento, ricreativi e altri servizi. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Il ruolo dei profitti nella determinazione dei prezzi può essere investigato sulla base della stima dei mark-up aziendali (il rapporto tra i prezzi praticati dalle imprese ed il relativo costo marginale di produzione), i quali godono di una relazione contabile diretta con l'inflazione<sup>4</sup>. Dalla recente letteratura sul tema emerge un ruolo poco chiaro degli utili nella spiegazione della dinamica dei prezzi, in ragione proprio della stabilità dei mark-up (stimati attraverso i dati contenuti nei bilanci delle imprese) durante la fase di ripresa post-pandemica<sup>5</sup>. Tuttavia, l'inflazione può essere approssimata come la somma della crescita dei costi marginali di produzione al mark-up. Di conseguenza, nel caso di uno shock sui costi produttivi, l'ipotesi di un mantenimento di un mark-up costante da parte delle imprese implicherebbe evidentemente un aumento dell'inflazione e dei profitti (in altri termini, un aumento dei profitti può associarsi a un aumento dei prezzi anche in presenza di mark-up costanti o addirittura in calo).

Abbiamo in merito elaborato una simulazione sulla falsariga dell'approfondimento proposto dalla BCE nell'ultimo Bollettino Economico<sup>6</sup>. I risultati sono sintetizzati nella Tabella 1, che distingue tra una situazione in cui il mark-up sui costi totali, misurato come il rapporto tra prezzi e costi medi, rimane invariato in seguito ad uno shock sui costi dei fattori produttivi intermedi (Caso 1) e una situazione in cui l'aumento dei costi dei fattori produttivi puri viene trasferito al prezzo di produzione (con conseguente variazione del mark-up), lasciando così i profitti invariati (Caso 2). Nel caso 1, un aumento del 50% dei costi degli input nel periodo T<sub>1</sub> implicherebbe un aumento del 25% dei costi totali. Se ai costi totali applicassimo un mark-up invariato, anche i profitti totali e i profitti unitari dell'impresa aumenterebbero del 25%, generando ulteriori pressioni inflattive in aggiunta allo shock iniziale sui costi dei fattori produttivi. Nel Caso 2, i costi degli input e i costi totali aumentano dello stesso importo del Caso 1, con un trasferimento sui prezzi finali dei costi aggiuntivi tale da mantenere i profitti invariati. Tale ipotesi, pur implicando una riduzione del mark-up (-7%) e una stabilità dei profitti, causerebbe ceteris paribus un aumento dei prezzi del 17%.

<sup>4</sup> Glover, Andrew, José Mustre-del-Río, Alice von Ende-Becker: "How much have record corporate profits contributed to recent inflation?." The Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review (2023).

<sup>5</sup> Fabrizio Colonna, Roberto Torrini, Eliana Viviano: "The profit share and firm mark-up: how to interpret them?." Bank of Italy Occasional Paper 770 (2023).

<sup>6</sup> Hahn, Elke: "How have unit profits contributed to the recent strengthening of euro area domestic price pressures?." Economic Bulletin Boxes 4 (2023).

**Tabella 1 - Esempio stilizzato di risposta degli indicatori di profitto ad uno shock sui costi dei fattori produttivi**

	Case 1			Case 2		
	Constant mark-up assumption			No const. mark-up assumption		
	Initial period, T <sub>0</sub>	T <sub>1</sub>	% change T <sub>0</sub> to T <sub>1</sub>	T <sub>1</sub>	% change T <sub>0</sub> to T <sub>1</sub>	
Mark-up (Price over average cost)	1.5	1.5	0	1.4	-7	
Real units	100	100	0	100	0	
Intermediate cost	1000	1500	50	1500	50	
Labour cost	1000	1000	0	1000	0	
Total cost	2000	2500	25	2500	25	
Average cost	20	25	25	25	25	
Price	30	37.5	25	35	17	
Profit	1000	1250	25	1000	0	
Unit profit	10	12.5	25	10	0	

Nota: nel Caso 1, il mark-up sui costi totali rimane costante; nel Caso 2, la variazione del mark-up è calcolata sull'ipotesi che i prezzi si aggiustino in base all'aumento dei costi dei fattori produttivi, lasciando i profitti costanti nel tempo. Fonte: Intesa Sanpaolo

In sintesi, la vivacità della domanda e la presenza di ampi shock sui costi dei fattori produttivi hanno conferito centralità al ruolo dei profitti unitari nella determinazione dei prezzi al consumo negli ultimi trimestri. In aggiunta, la recente fase di ripresa ha avuto caratteristiche differenti rispetto alle fasi del passato, contraddistinte da un calo del tasso di disoccupazione e da una crescita del potere contrattuale dei lavoratori che, a sua volta, si rifletteva in una crescita dei salari reali e in una possibile successiva spirale salari-prezzi. Attualmente, la quota di reddito da lavoro e dei salari reali ha visto un forte calo, nonostante la flessione della disoccupazione; anche la crescita dei salari nominali, pur rapida nell'ultimo anno, resta ampiamente inferiore all'inflazione, un segnale che il costo del lavoro non sta ancora amplificando le pressioni inflazionistiche. Quanto emerso mostra come la crescita dei prezzi nell'ultimo anno risulti fortemente collegata alla difesa dei margini di profitto da parte delle aziende.

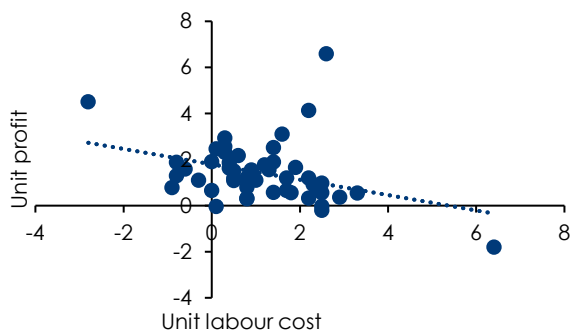
### Rischi limitati di spirale profitti-salari-prezzi, ma l'inflazione core calerà lentamente

Lo scenario prospettico rimane caratterizzato da elevata incertezza. Da un lato, la normalizzazione dei fattori di offerta dovrebbe contribuire a ridurre i margini, nel settore energetico per via del crollo dei prezzi del gas, e nel manifatturiero perché l'allentamento delle pressioni sulle catene di approvvigionamento non lascia spazio per nuovi aumenti dei prezzi. In aggiunta, **la correlazione negativa tra profitti unitari e costo del lavoro unitario dovrebbe anticipare un rallentamento dei margini unitari in vista di un'accelerazione attesa per le retribuzioni**. Dall'altro lato, è poco probabile che i margini unitari mostrino un significativo rallentamento nei servizi, dove la temporanea riduzione dell'elasticità della domanda rispetto al prezzo potrebbe favorire un'ulteriore crescita dei listini nel breve periodo; non bisogna inoltre dimenticare che in questo settore i salari rappresentano la principale voce di costo nei bilanci delle aziende.

Per indagare sulle prospettive future, abbiamo costruito un semplice modello di regressione multipla nel quale il tasso di crescita trimestrale dei profitti unitari dipende dall'inflazione di fondo (ritardata di un periodo), dall'inflazione energetica (ritardata di un periodo), dalla crescita del costo del lavoro unitario e della produttività, e dalla crescita del PIL (come proxy della forza della domanda). I risultati confermerebbero quanto emerge dall'evidenza empirica: se da un lato, la crescita dei margini unitari tenderebbe ad aumentare in un contesto di inflazione e crescita elevata, la stessa dovrebbe calare quando il costo del lavoro unitario è in accelerazione e la crescita del PIL reale rallenta. In sintesi, in vista di un rallentamento del ciclo e di un recupero dei salari, **i profitti unitari dovrebbero calare già dal trimestre corrente, pur in presenza di un'inflazione core ancora elevata**. Tuttavia, pressioni al rialzo sugli utili unitari potrebbero arrivare da una domanda più resiliente delle attese e da un miglioramento delle ragioni di scambio legato alla

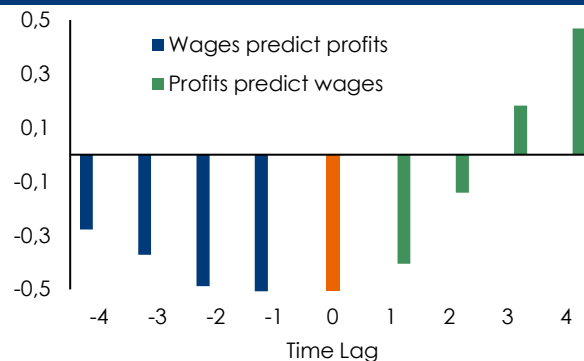
normalizzazione dei prezzi energetici. In breve, riteniamo probabile che i profitti unitari continuino a calare anche nel 2024, anche se l'incertezza sul ritmo della decelerazione resta elevata.

**Fig. 9 – La relazione tra costo del lavoro unitario e profitti unitari è negativa**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

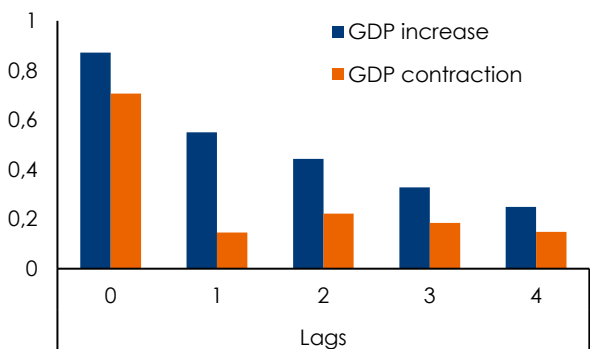
**Fig. 10 – I profitti unitari dovrebbero calare all'aumentare del costo del lavoro unitario**



Nota: correlazione incrociata tra profitti unitari e costo del lavoro unitario.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

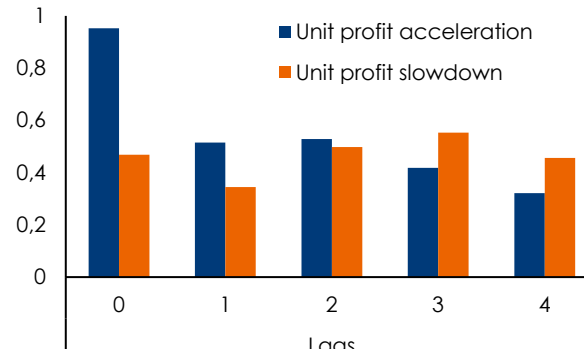
Più difficile è stimare l'andamento futuro dell'inflazione attraverso i profitti unitari. In linea di principio, la letteratura economica individua una relazione contabile indiretta tra profitti ed inflazione, in quanto quest'ultima è direttamente influenzata dalla crescita del mark-up. Tuttavia, come abbiamo visto nel paragrafo precedente, in presenza di shock molto ampi sui costi, tali da non consentire alle imprese di sostituire i fattori produttivi il cui prezzo è cresciuto, e di un'elevata tolleranza dei consumatori verso un aumento dei prezzi, i profitti possono acquisire un ruolo centrale nella determinazione dell'inflazione. La Figura 11 mostra come inflazione e profitti unitari tendano a muoversi nella stessa direzione soprattutto nelle fasi di accelerazione del ciclo economico; la correlazione risulta più alta nelle fasi di crescita dei profitti unitari, mentre diminuisce nelle fasi di decelerazione (vedi Fig. 12).

**Fig. 11 – Correlazione incrociata tra inflazione core e profitti unitari nei periodi di crescita e di contrazione del PIL**



Nota: i profitti unitari sono utilizzati come predittore dell'inflazione core.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 12 – Correlazione incrociata tra inflazione core e profitti unitari nei periodi di crescita e di rallentamento dei profitti unitari**



Nota: i profitti unitari sono utilizzati come predittore dell'inflazione core.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Una bassa correlazione tra dinamica dei profitti unitari e inflazione è plausibile in un contesto di aumento del costo del lavoro. Nella Tabella 2, siamo partiti dal periodo T<sub>1</sub> del Caso 1 della Tabella 1 e abbiamo assunto un aumento del costo del lavoro del 50% nel periodo T<sub>2</sub>. Abbiamo analizzato la reazione dei prezzi considerando tre ipotesi: il Caso 1, in cui i profitti crescono della stessa percentuale del costo del lavoro e il mark-up rimane invariato; il Caso 2, in cui, all'opposto,

i profitti calano, anche se in maniera meno che proporzionale<sup>7</sup>, in risposta a un aumento del costo del lavoro; in ultimo, il Caso 3, in cui i profitti calano proporzionalmente alla crescita del costo del lavoro. I risultati di questa simulazione mostrano una diminuzione dei prezzi solamente nel Caso 3, mentre nel Caso 2, che rappresenta il nostro scenario centrale, i prezzi continuerebbero a crescere, seppur lievemente, anche in presenza di un calo dei profitti.

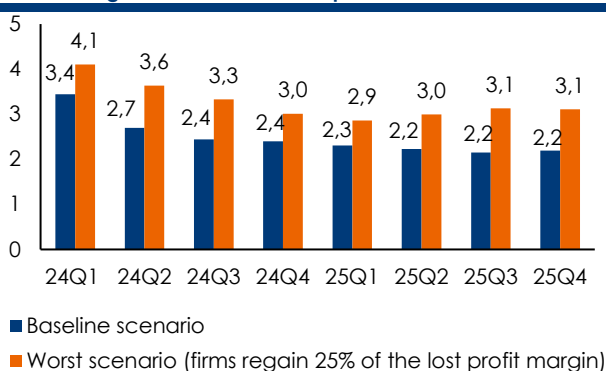
**Tabella 2 - Esempio stilizzato di risposta dei prezzi ad uno shock sul costo del lavoro**

	Case 1			Case 2		Case 3	
	Profits rise like labour cost			Profits fall less proportionally than LC rise		Profits fall proportionally to the LC rise	
	Period	T <sub>2</sub>	% change T <sub>1</sub> to T <sub>2</sub>	T <sub>2</sub>	% change T <sub>1</sub> to T <sub>2</sub>	T <sub>2</sub>	% change T <sub>1</sub> to T <sub>2</sub>
Mark-up	1.5	1.5	0	1.3	-14	1.2	-19
Real units	100	100	0	100	0	100	0
Intermediate cost	1500	1500	0	1500	0	1500	0
Labour cost	1000	1500	50	1500	50	1500	50
Total cost	2500	3000	20	3000	20	3000	20
Average cost	25	30	20	30	20	30	20
Price	37.5	45	20	38.75	3	36.25	-3
Profit	1250	1500	20	875	-30	625	-50
Unit profit	12.5	15	20	8.75	-30	6.25	-50

Nota: nel Caso 1, i profitti crescono della stessa percentuale dei salari; nel Caso 2, il calo dei profitti è calcolato sull'ipotesi che gli utili calano meno che proporzionalmente in risposta ad un aumento dei salari mentre nel Caso 3 il calo è proporzionale. Fonte: Intesa Sanpaolo

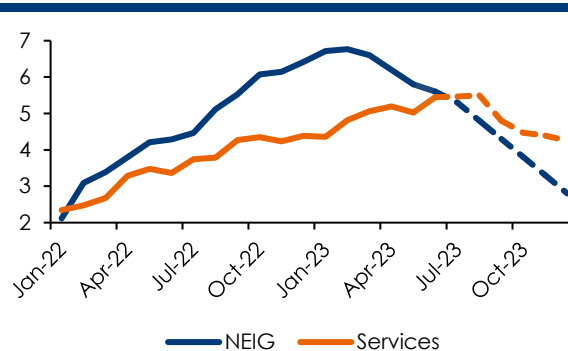
Infine, abbiamo condotto un'analisi di sensitività per valutare i rischi di uno scenario in cui le imprese provassero a mantenere i loro profitti più elevati rispetto allo scenario base. In particolare, abbiamo stimato l'impatto sui prezzi nel caso di un recupero del 25% dei profitti unitari persi nel biennio 2024-25 utilizzando un modello a due equazioni, nel quale gli utili unitari dipendono, tra gli altri, dall'inflazione di fondo (ritardata di un periodo) e dal costo del lavoro unitario (come descritto sopra), e la crescita dei profitti unitari a sua volta concorre a stimare la crescita dei prezzi core (al netto di energia e alimentari freschi) attraverso un'equazione che tiene conto del CLUP e di una componente autoregressiva<sup>8</sup>. **I risultati dell'analisi (Fig. 13) mostrano un'inflazione core sensibilmente più alta rispetto al nostro scenario centrale**, intorno al 3% nel 2025, in linea con quanto stimato dalla BCE<sup>9</sup>.

**Fig. 13 – Impatto del recupero dei profitti unitari sull'inflazione al netto di energia e alimentari freschi per trimestre**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 14 – Andamento dei prezzi dei beni industriali non energetici e dei servizi nel nostro scenario base**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

<sup>7</sup> Utilizziamo a tal fine il coefficiente -0,6 stimato in precedenza nell'equazione dei profitti unitari.

<sup>8</sup> L'equazione è la seguente:  $\pi_t^{core} = \alpha + \beta_1 \left( \frac{MOL_{t-1}}{PIL_{reale_{t-1}}} \right) + \beta_2 CLUP_t + \beta_3 \pi_{t-1}^{core} + \varepsilon_t$ .

<sup>9</sup> [Speech by Christine Lagarde, President of the ECB, at the ECB Forum on Central Banking 2023 on "Macroeconomic stabilisation in a volatile inflation environment" in Sintra, Portugal](#)



In sintesi, **se la domanda dovesse rimanere solida, le imprese sarebbero più incoraggiate a difendere i margini di profitto, amplificando l'impatto della rincorsa salariale sui prezzi finali.** Le imprese, in questo caso, manterrebbero maggiore potere sulla fissazione dei listini e potrebbero trasferire gli extra-costi derivanti da un aumento dei salari ai consumatori finali, in particolare nel settore dei servizi. Di converso, **un calo più accentuato della domanda potrebbe impedire un ulteriore aumento dei listini; la riduzione dei margini unitari potrebbe così compensare la spinta rialzista che verrebbe dagli aumenti dei salari.** Anche se ciò dovesse avvenire, il rallentamento dell'inflazione core potrebbe risultare lento.

## Conclusione

I profitti unitari hanno guidato la crescita dei prezzi nei trimestri recenti, ma, a partire dai mesi primaverili, pressioni sulla dinamica inflattiva arriveranno dalle retribuzioni, il cui impatto sull'inflazione dipenderà dall'andamento dei margini aziendali. Al momento ci sembra poco probabile che si possa innescare una spirale profitti-salari-prezzi, ma riteniamo che con la rincorsa salariale il rallentamento dell'inflazione core proseguirà con fatica. Il contesto rimane caratterizzato da elevata incertezza, concentrata in particolare nel settore dei servizi, dove la dinamica dei profitti dipenderà dalla tenuta della domanda. Pensiamo che sia più probabile un calo delle pressioni sui prezzi nel settore manifatturiero, dove la crescita dei salari dovrebbe essere in parte compensata da una riduzione dei margini delle imprese data la minore domanda.

In conclusione, **saranno fundamentalmente due i fattori che determineranno lo scenario di inflazione nei prossimi mesi:** una crescita salariale più elevata dovrebbe sostenere l'inflazione, ma una prospettiva di margini più contenuti per l'incertezza sulle prospettive di domanda impedirà una spirale profitti-salari-prezzi. Riteniamo che le pressioni verso l'alto dei salari possano essere in parte compensate da una riduzione dei margini che le imprese saranno disposte a tollerare, data anche la crescita dei profitti registrata nell'ultimo biennio. Nel nostro scenario centrale, infatti, i profitti accumulati dalle imprese a partire dall'inizio della pandemia dovrebbero essere in grado di assorbire almeno in parte l'aumento delle retribuzioni nel 2023-24.

La fase di discesa dei prezzi sarà in ogni caso lenta: **l'inflazione core BCE è attesa chiudere l'anno intorno al 3,9% e tornare vicino la soglia del 2% solamente a cavallo tra il 2025 ed il 2026.**

Tabella 3 - Previsioni di inflazione, 2023-25

	2023				2024				2025			
	HICP	Core ECB	HICP ex tob	Core ex FEAT	HICP	Core ECB	HICP ex tob	Core ex FEAT	HICP	Core ECB	HICP ex tob	Core ex FEAT
January	8.6	7.1	8.8	5.3	3.0	3.7	2.9	3.9	2.4	2.3	2.3	2.4
February	8.5	7.4	8.6	5.6	2.7	3.5	2.6	3.7	2.2	2.2	2.1	2.3
March	6.9	7.5	6.9	5.7	2.5	3.1	2.4	3.4	2.1	2.4	2.1	2.3
April	7.0	7.3	7.0	5.6	2.3	2.9	2.2	3.1	2.2	2.3	2.1	2.4
May	6.1	6.9	6.1	5.3	2.3	2.7	2.2	2.8	2.3	2.3	2.2	2.4
June	5.5	6.8	5.4	5.4	2.7	2.6	2.6	2.7	2.1	2.1	2.0	2.2
July	5.3	6.5	5.2	5.2	2.8	2.5	2.8	2.6	2.1	2.1	2.0	2.2
August	5.2	6.2	5.1	5.0	2.9	2.5	2.8	2.6	2.0	2.1	2.0	2.2
September	4.5	5.7	4.4	4.6	2.8	2.4	2.7	2.5	2.1	2.2	2.0	2.3
October	3.3	5.1	3.1	4.3	2.7	2.4	2.6	2.5	2.2	2.2	2.1	2.3
November	2.8	4.6	2.6	4.2	2.7	2.4	2.6	2.5	2.2	2.2	2.1	2.1
December	2.6	3.9	2.5	4.0	2.6	2.4	2.6	2.4	2.3	2.2	2.2	2.2

Nota: l'inflazione core BCE è al netto di alimentari freschi ed energia; l'inflazione core ex FEAT è al netto di alimentari, energia, alcol e tabacchi. Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo.

**I rischi su questo scenario rimangono però verso l'alto:** una crescita dei salari più forte del previsto potrebbe mantenere l'inflazione elevata più a lungo nel caso di una domanda più resiliente delle attese, soprattutto nel settore dei servizi; in aggiunta, nuovi shock sulle materie prime potrebbero ritardare ulteriormente l'allentamento delle pressioni sui prezzi dei beni.

## 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.-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)

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

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

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

Aniello Dell'Anno

[aniello.dellanno@intesasnpaolo.com](mailto:aniello.dellanno@intesasnpaolo.com)

Andrea Volpi

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

Simone Zava

[simone.zava@intesasnpaolo.com](mailto:simone.zava@intesasnpaolo.com)