

## Weekly Economic Monitor

### Il punto

Anche se Next Generation EU non è ancora operativo (le istituzioni comunitarie non hanno ancora raggiunto l'accordo sul testo del regolamento), gli Stati membri iniziano a presentare i propri piani di rilancio. La Francia ha presentato recentemente il suo France Relance. Ma quanta crescita può generare NGEU?

### I market mover della settimana

Nell'**Eurozona**, i dati sulla produzione industriale di agosto nei principali Paesi dovrebbero confermare la fase di recupero, coerente con quanto emerso dalle indagini di settore, sia pure su ritmi congiunturali più modesti rispetto ai mesi precedenti. Le vendite al dettaglio, a differenza della produzione industriale, sono attese tornare al di sopra dei livelli pre-COVID. La seconda stima sul PMI servizi di settembre confermerà che il settore resta decisamente più indietro del manifatturiero nella fase di "normalizzazione" dell'attività.

La settimana ha pochi dati macroeconomici di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Il focus sarà sulla pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC di settembre, che dovrebbero mostrare una dispersione di opinioni sullo scenario macro e sui rischi, oltre che sulla definizione della nuova *forward guidance*. Il Comitato rimane comunque coeso nell'impegno a sostenere la ripresa. L'ISM dei servizi a settembre dovrebbe mantenersi in territorio espansivo, sulla scia delle indicazioni delle indagini regionali e del PMI flash, oltre che del trend positivo per l'attività nei settori della ristorazione e dei trasporti. Il deficit commerciale ad agosto dovrebbe ampliarsi, e restare in linea con un contributo negativo del canale estero nel 3° trimestre.

2 ottobre 2020

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

**Luca Mezzomo**  
Economista

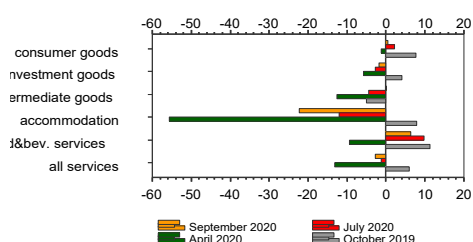
**Giovanna Mossetti**  
Economista - USA e Giappone

**Paolo Mameli**  
Economista - Italia

**Guido Valerio Ceoloni**  
Economista - Area euro

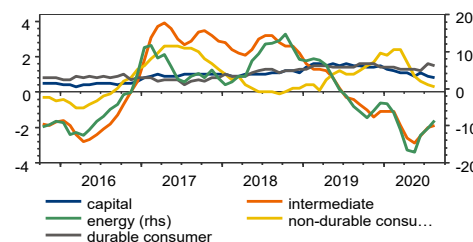
**Aniello Dell'Anno**  
Economista - Area euro

Area euro: aspettative delle imprese sui prezzi



Fonte: Commissione Europea, business survey.

Area euro: prezzi alla produzione (a/a)



Fonte: Eurostat

## Il punto

Anche se Next Generation EU non è ancora operativo (le istituzioni comunitarie non hanno ancora raggiunto l'accordo sul testo del regolamento), gli Stati membri iniziano a presentare i propri piani di rilancio. La Francia ha presentato recentemente il suo France Relance. Ma quanta crescita può generare NGEU?

- Quanta crescita può creare Next Generation EU? La questione sta già diventando importante, perché i governi stanno per presentare le proposte di budget per il prossimo anno, che includeranno anche i piani di impiego dei fondi europei. Quando la Commissione presentò la sua proposta in maggio, stimò per i paesi ad alto debito un impatto cumulato sul livello del PIL di 4 punti percentuali al 2024<sup>1</sup>, e un effetto di un punto percentuale sul PIL UE dopo 10 anni. Ricordiamo che la struttura del piano prevede una componente di trasferimento temporale di spesa (le erogazioni, distribuite fra 2021 e 2026, vengono finanziate da emissioni di debito, che dovrà essere rimborsato entro la fine del 2058) e una seconda di trasferimento fra Stati (con i paesi ad alto reddito che finanziano spesa nei paesi a basso reddito). Tale struttura, se sfruttata al massimo, implica un'amplificazione della crescita nel primo quinquennio anche senza ipotizzare l'attivazione di circuiti virtuosi secondari (guadagno di produttività, maggiore competitività ecc.). Limitandoci alla quota di trasferimenti, ipotizzando che sia interamente allocata a investimenti fissi aggiuntivi e che sia spesa con un profilo temporale crescente fino al 2023, il livello del PIL italiano potrebbe risultare più alto di 1,1 punti percentuali nel 2023 soltanto come effetto della maggiore domanda; quello della Spagna, di 1,5 punti. L'impatto sul tasso di crescita, però, sarebbe soltanto di 0,4-0,5% negli anni di crescita degli investimenti, e diventerebbe negativo con il ritorno degli investimenti fissi al trend. Se includessimo con le medesime ipotesi anche la componente di prestiti, che però ha meno probabilità di essere aggiuntiva, i numeri raddoppierebbero, ma resterebbe il nodo della transitorietà.
- La possibilità di generare effetti più persistenti dipende dalla qualità degli interventi e della loro attuazione, e nello specifico dalla possibilità che consentano di spostare verso l'alto la crescita potenziale. Il ministro dell'economia Gualtieri ha comunicato al Parlamento che il Governo stima l'impatto di lungo termine sulla crescita in 0,2-0,5% "a seconda dell'efficienza ipotizzata della spesa aggiuntiva", a cui si sommerebbe l'effetto delle riforme previste dal programma nazionale. Purtroppo, questo tipo di stime è molto difficile. Possono esserci rendimenti decrescenti (ad esempio perché un'eccessiva concentrazione della spesa per investimenti porta a rincari di costo o alla selezione di progetti con un peggior bilancio costi-benefici). Alcuni investimenti potrebbero non avere pronte ricadute in termini di maggior crescita del PIL, ma invece ridurre il costo di eventi catastrofici futuri (per es., le misure contro il dissesto idro-geologico o quelle di messa in sicurezza anti-sismica), ridurre i costi sociali legati a malattie, epidemie ed inquinamento, o migliorare la qualità dell'istruzione (con benefici che potrebbero essere visibili soltanto fra una generazione).
- La Francia ha presentato nei giorni scorsi il suo piano di rilancio, France Relance, che ha un orizzonte decennale e sarà coperto soltanto in parte (40%) dai trasferimenti UE. France Relance è stato costruito su tre pilastri:
  - un nuovo impulso per aumentare la competitività delle aziende attraverso una rimodulazione delle fiscalità delle imprese, fondi e aiuti ai settori a più alto impatto tecnologico e finanziare ricerca e sviluppo, ulteriore diffusione delle tecnologie digitali, e supporto alla capacità delle aziende di avviare nuovi investimenti attraverso un sostegno ai mezzi propri aziendali;

---

<sup>1</sup> V. Chart 9 a p. 25 in *Europe's moment: Repair and Prepare for the Next Generation*, COM(2020) 456, 27 maggio 2020.

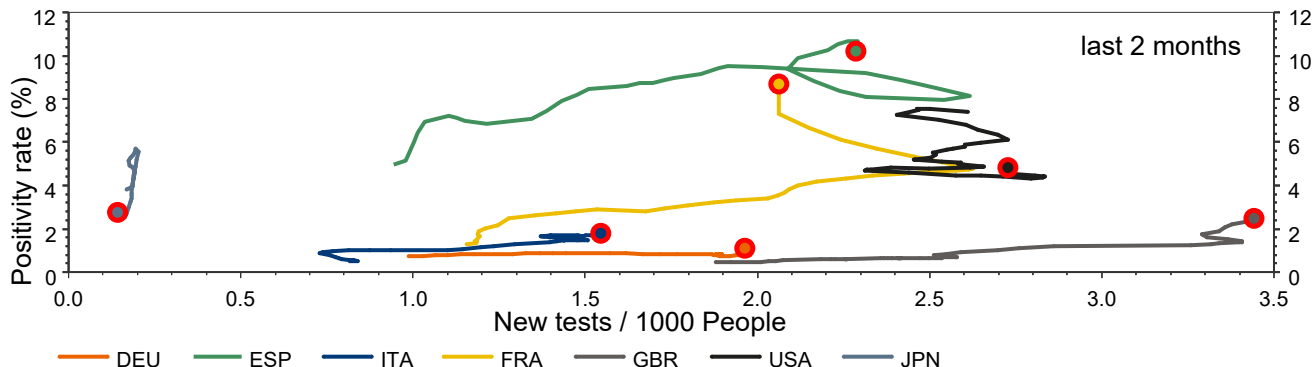
- fondi destinati alla riconversione energetica del Paese, che da sempre è uno degli obiettivi del quinquennio presidenziale di Macron e che si articola in rinnovamento delle fonti energetiche, rinnovamento urbano, abbandono del carbone per usi industriali, economia circolare, transizione agricola, diffusione di tecnologie e mobilità verde;
- un aumento della coesione sociale che comprima le diseguaglianze attraverso sistemi di solidarietà inter-generazionale, territoriale, sostegno al precariato e all'occupazione e nuovi investimenti per rafforzare la sanità.

Gli interventi più massicci saranno il taglio delle imposte alle aziende, il potenziamento delle infrastrutture e tecnologie "verdi" e la salvaguardia dell'impiego (compresi gli aiuti ai giovani). Per maggiori dettagli, si veda il Focus pubblicato l'1 ottobre.

- Peraltro, Next Generation EU non è ancora operativo. Parlamento Europeo, Commissione e Consiglio non hanno ancora trovato la quadratura che consenta di approvare il regolamento che istituisce la Recovery and Resilience Facility.

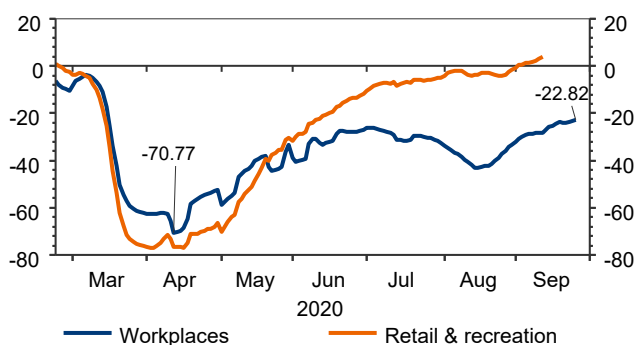
## Monitor dell'impatto COVID

### Tasso di positività e numerosità relativa dei test per alcuni paesi



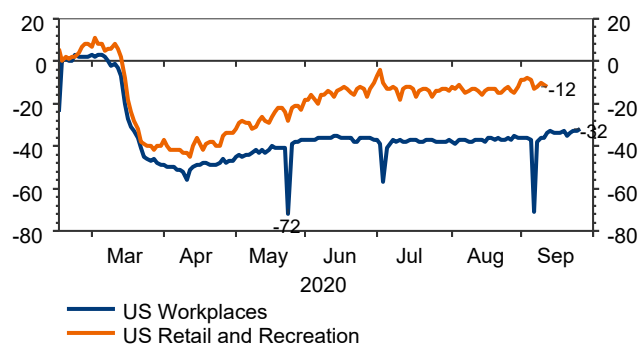
Fonte: Our World in Data

### Area euro- media settimanale degli indici di mobilità



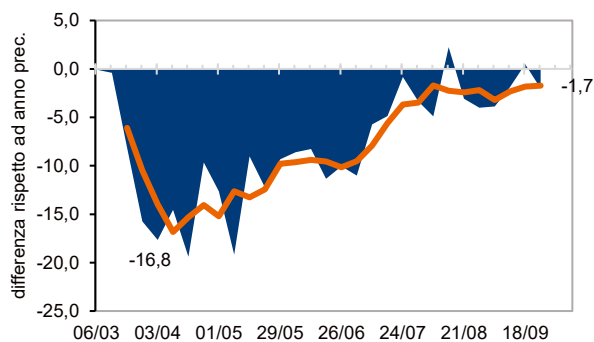
Nota: aggiornamento di "Retail and Recreation" sospeso dalla fonte per un miglioramento della modalità di calcolo. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti - indici di mobilità



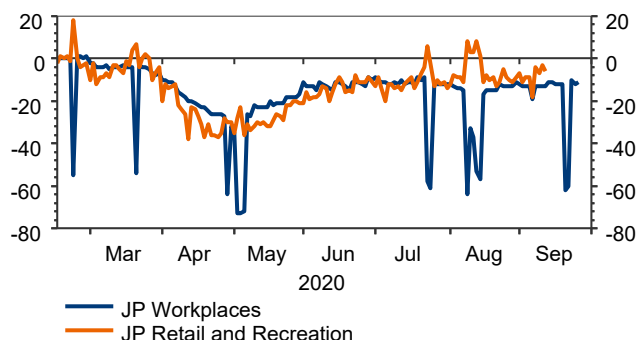
Nota: aggiornamento di "Retail and Recreation" sospeso dalla fonte per un miglioramento della modalità di calcolo. Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

### Area Euro - consumi elettrici



Nota. Media ponderata per il PIL della deviazione dei dati di consumo per Germania, Francia, Italia, Spagna e Belgio rispetto a un anno fa. La linea arancione è una media mobile di 4 settimane. Fonte: calcolato da Intesa Sanpaolo sulla base dei dati Entso-e e della correzione termica di Bruegel Institute

### Giappone - indici di mobilità



Nota: aggiornamento di "Retail and Recreation" sospeso dalla fonte per un miglioramento della modalità di calcolo. Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

## I market mover della settimana

Nell'**Eurozona**, i dati sulla produzione industriale di agosto nei principali Paesi dovrebbero confermare la fase di recupero, coerente con quanto emerso dalle indagini di settore, sia pure su ritmi congiunturali più modesti rispetto ai mesi precedenti. Le vendite al dettaglio, a differenza della produzione industriale, sono attese tornare al di sopra dei livelli pre-COVID. La seconda stima sul PMI servizi di settembre confermerà che il settore resta decisamente più indietro del manifatturiero nella fase di "normalizzazione" dell'attività.

La settimana ha pochi dati macroeconomici di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Il focus sarà sulla pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC di settembre, che dovrebbero mostrare una dispersione di opinioni sullo scenario macro e sui rischi, oltre che sulla definizione della nuova *forward guidance*. Il Comitato rimane comunque coeso nell'impegno a sostenere la ripresa. L'ISM dei servizi a settembre dovrebbe mantenersi in territorio espansivo, sulla scia delle indicazioni delle indagini regionali e del PMI flash, oltre che del trend positivo per l'attività nei settori della ristorazione e dei trasporti. Il deficit commerciale ad agosto dovrebbe ampliarsi, e restare in linea con un contributo negativo del canale estero nel 3° trimestre.

### Lunedì 5 ottobre

#### Area euro

- **Area euro.** Le **vendite al dettaglio** di agosto sono attese in aumento, dell'ordine di +2,3% m/m, dopo il -1,3% m/m precedente; la crescita tendenziale è vista passare a +2,3% a/a da 0,6% a/a di luglio. I consumi dovrebbero superare di circa l'1,1% il loro livello di febbraio.
- **Area euro.** Il **dato finale del PMI servizi** dovrebbe confermare il calo registrato nella stima flash, a 47,6 da 50,5 di agosto. La flessione riguarderebbe in modo particolare i nuovi affari, mentre le aspettative resterebbero ancorate in territorio fortemente positivo (59,0). Lo **spaccato per Paese** dovrebbe evidenziare una leggera revisione al ribasso dell'indice francese a 47,3 da 47,5 della stima flash, mentre quello tedesco dovrebbe confermare il dato preliminare (49,1). La prima lettura del PMI servizi per l'Italia è vista evidenziare un lieve recupero a 47,5 da 47,1 di agosto. Il **PMI composito** per l'area euro è atteso invariato rispetto alla stima flash, a 50,1 da 51,9 di agosto.
- **Italia.** Il Consiglio dei Ministri è atteso dare il via libera definitivo alla **Nota di Aggiornamento al DEF**. Secondo indiscrezioni, il rapporto deficit/PIL nel 2020 si fermerebbe a 10,8%, più basso dell'11,9% indicato in agosto, e scenderebbe al 7% programmatico nel 2021, al 4,7% nel 2022 e al 3% nel 2023. Il rapporto debito/PIL dovrebbe essere stimato al 158% quest'anno e in discesa negli anni successivi. L'espansione fiscale risultante dalla manovra sarebbe pari all'1,3% del PIL. Secondo il Ministro dell'Economia Gualtieri, l'insieme delle misure di sostegno dovrebbe arrivare a 40 miliardi, di cui 22 finanziati in deficit e il resto con le risorse dal Recovery Plan; gli interventi dovrebbero essere mirati soprattutto a un rilancio degli investimenti sia pubblici che privati.

#### Stati Uniti

- L'indice **ISM dei servizi** a settembre è atteso in modesta correzione a 56,5 da 56,9 di agosto. I dati settimanali sull'attività nel settore della ristorazione e sul traffico aereo di passeggeri proseguono su trend di graduale miglioramento, nonostante il quadro sanitario misto, le vendite settimanali sono tornate a crescere e la fiducia dei consumatori è in rialzo. Le indagini di settore a livello regionale a settembre hanno registrato incrementi sia per gli indici correnti sia per quelli di aspettative, mentre il PMI flash ha segnato una modesta flessione. La previsione per il 4° trimestre è di ulteriore graduale espansione nel settore dei servizi, che ha molto terreno da recuperare, in termini di livelli, rispetto al periodo pre-COVID.

**Martedì 6 ottobre****Area euro**

- **Germania.** Gli **ordini all'industria** sono visti in aumento del 4,0% m/m ad agosto, da 2,8% m/m a luglio. Le indagini di fiducia nel manifatturiero suggeriscono che prosegue la tendenza al recupero per gli ordini, specialmente nella componente domestica. Il livello degli ordini a luglio era ancora inferiore dell'8% rispetto a febbraio.

**Stati Uniti**

- Il **deficit commerciale** ad agosto è previsto in allargamento a -65,5 mld di dollari, da -63,6 mld di luglio. I dati dell'interscambio di beni di agosto mostrano un nuovo ampliamento del saldo negativo, guidato dall'aumento dell'import di 3,1% m/m, che più che compensa la ripresa delle esportazioni (2,8% m/m), il canale estero dovrebbe dare un contributo di -0,3pp nel 3° trimestre.

**Mercoledì 7 ottobre****Area euro**

- **Germania.** La **produzione industriale** è vista ancora in recupero ad agosto, stimiamo del 3,0% m/m (da 1,2% m/m a luglio). Nel mese l'indagine IFO aveva indicato un miglioramento dell'attività corrente e della produzione, con gli ordini in sensibile aumento. La variazione annua passerebbe a -7,3% da -10,0%. Nel trimestre estivo la produzione industriale è attesa risalire di oltre l'11% t/t dopo il crollo di -16,1% t/t dei mesi primaverili.

**Stati Uniti**

- I **verbali della riunione del FOMC** di settembre dovrebbero riportare un consenso unanime riguardo all'impegno a intervenire, se e come necessario, per sostenere la ripresa, ma un ventaglio di opinioni, anche piuttosto variegato, riguardo alla sostenibilità della crescita, ai rischi e alla definizione della nuova *forward guidance*. I molti discorsi delle ultime settimane hanno presentato previsioni anche piuttosto discordanti riguardo allo scenario macro, con Bullard che non considera essenziale il nuovo stimolo fiscale, mentre altri partecipanti, insieme a Powell, ritengono invece cruciale un maggiore sostegno a famiglie e imprese. La discussione dovrebbe mostrare anche visioni diverse sul tema dell'inflazione e sul grado accettabile di *over-shooting* dopo il periodo di *under-shooting* degli anni passati. I verbali dovrebbero riportare un dibattito interno piuttosto acceso riguardo alla nuova *forward guidance*, guidato comunque dalla volontà di fornire il massimo sostegno possibile alla ripresa. Alla luce dell'ampia comunicazione da parte dei Presidenti regionali e dei membri del Board dopo la riunione, i verbali non dovrebbero dare novità di rilievo, a parte qualche indicazione sui tempi di possibili cambiamenti sul fronte degli acquisti di Treasury e di MBS.

**Giovedì 8 ottobre**

- Nessun dato.

**Venerdì 9 ottobre****Area euro**

- **Francia.** La **produzione industriale** è vista crescere del 2% m/m ad agosto, dal 3,8% m/m precedente. Le indagini di fiducia continuano a evidenziare un'espansione dell'attività durante l'estate, soprattutto nel comparto auto. La variazione annua migliorerebbe a -5,3% da -8,3% precedente. Il livello dell'output rimarrebbe comunque inferiore dell'8% rispetto a febbraio.
- **Italia.** La **produzione industriale** dovrebbe proseguire il suo recupero ad agosto. Tuttavia, il ritmo di crescita su base congiunturale dovrebbe essere decisamente più modesto rispetto a quello dei mesi precedenti (stimiamo dell'1,2% m/m dopo il 7,4% m/m di luglio). Il livello dell'output resterebbe del 5,5% inferiore rispetto a gennaio. Le indagini di fiducia nel settore non segnalano una brusca inversione di rotta dell'attività, almeno per ora.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (5 – 9 ottobre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun	5/10	09:45	ITA	PMI servizi	*	set	47.1	47.5
		09:50	FRA	PMI servizi finale		set	prel 47.5	47.5
	09:55	GER	PMI servizi finale	*	set	prel 49.1	49.1	
	10:00	EUR	PMI composito finale	*	set	prel 50.1	50.1	
	10:00	EUR	PMI servizi finale	*	set	prel 47.6	47.6	
	10:30	GB	PMI servizi finale	*	set	55.1	54.9	
	11:00	EUR	Vendite al dettaglio m/m		ago	-1.3	%	2.0
	15:45	USA	Markit PMI Composito finale		set	54.4		
	15:45	USA	Markit PMI Servizi finale		set	54.6		
	16:00	USA	Indice ISM non manifatturiero composito	*	set	56.9		56.0
Mar	6/10	08:00	GER	Ordini all'industria m/m	*	ago	2.8	%
		14:30	USA	Bilancia commerciale		ago	-63.6	Mld \$
Mer	7/10	08:00	GER	Produzione industriale m/m	**	ago	1.2	%
		09:00	SPA	Produzione industriale a/a		ago	-6.4	%
		10:00	ITA	Vendite al dettaglio a/a		ago	-7.2	%
Gio	8/10	08:00	GER	Bilancia commerciale destag.		ago	18.0	Mld €
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	837	x1000
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	11.767	Mln
Ven	9/10	00:00	CN	Riserve in valuta estera		set	3.165	1000Mld \$
		01:30	GIA	Consumi delle famiglie a/a	*	ago	-7.6	%
		03:45	CN	PMI servizi - Caixin	*	set	54.0	
		08:00	GB	Produzione industriale m/m	*	ago	5.2	%
		08:00	GB	Bilancia commerciale (totale - GBP)		ago	-8.635	Mld £
		08:00	GB	Bilancia commerciale (non UE - GBP)		ago	-2.363	Mld £
		08:45	FRA	Produzione industriale m/m	*	ago	3.8	%
		10:00	ITA	Produzione industriale m/m	**	ago	7.4	%

Note: ? prima data possibile; (\*\*) molto importante; (\*) importante; nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

### Calendario degli eventi (5 – 9 ottobre)

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun	5/10	08:40	GIA	Discorso di Kuroda (BoJ)
		16:45	USA	Discorso di Evans (Fed)
		21:15	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		--	EUR	* Videoconferenza dell'Eurogruppo
		?	ITA	* Il Governo presenta la Nota di Aggiornamento al DEF
Mar	6/10	15:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		17:30	EUR	* Discorso di Lane (BCE)
		17:45	USA	Discorso di Harker (Fed)
		18:50	USA	* Discorso di Powell (Fed)
		20:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)
		--	EUR	Videoconferenza dell'Ecofin
Mer	7/10	00:00	USA	Discorso di Kaplan (Fed)
		14:00	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
		18:30	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)
		19:00	USA	Discorso di Rosengren, Bostic, Kashkari (Fed)
		20:00	USA	* Pubblicazione dei verbali della riunione del FOMC
		20:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
		20:15	USA	Discorso di Kashkari, Bostic, Rosengren (Fed)
		21:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
Gio	8/10	09:25	EUR	Discorso di Bailey (BoE) e Schnabel (BCE)
		10:20	EUR	Discorso di De Cos (BCE)
		13:30	EUR	* Pubblicazione dei verbali della riunione della BCE di agosto

Note: ? prima data possibile; (\*\*) molto importante; (\*) importante

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

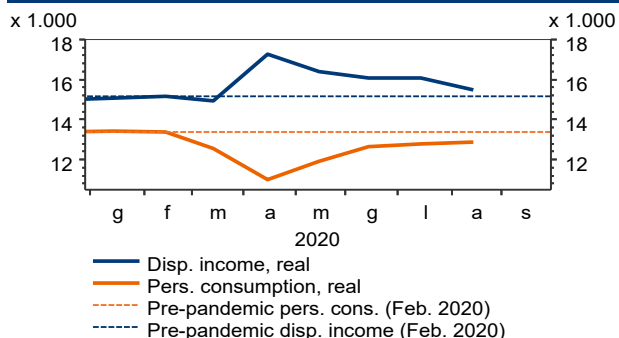
Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Bilancia commerciale prelim.	ago	-80.11	Mld \$		-82.94
C/Shiller indice dei prezzi delle case a/a	lug	3.5	%	3.8	+3.9
Fiducia consumatori (CB)	set	86.3	<del>(84.8)</del>	89.5	101.8
Nuovi occupati: stima ADP	set	481	<del>(428)</del> x1000	650	749
PIL t/t ann. finale	T2	-31.7	%	-31.7	-31.4
Deflatore consumi core t/t finale	T2	-1.0	%	-1.0	-0.8
PIL, deflatore t/t ann. finale	T2	-2.3	%	-2.0	-2.1
PMI (Chicago)	set	51.2		52.0	62.4
Richieste di sussidio	settim	873	<del>(870)</del> x1000	850	837
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	12.747	<del>(12.580)</del> Mln	12.225	11.767
Deflatore consumi (core) a/a	ago	1.4	<del>(1.3)</del> %	1.4	1.6
Deflatore consumi a/a	ago	1.1	<del>(1.0)</del> %		1.4
Spesa per consumi (nominale) m/m	ago	1.5	<del>(1.9)</del> %	0.8	1.0
Redditi delle famiglie m/m	ago	0.5	<del>(0.4)</del> %	-2.4	-2.7
Deflatore consumi (core) m/m	ago	0.4	<del>(0.3)</del> %	0.3	0.3
Markit PMI Manif. finale	set	53.5			53.2
Indice ISM manifatturiero	set	56.0		56.4	55.4
Spesa in costruzioni	ago	0.7	<del>(0.1)</del> %	0.8	1.4
Tasso di disoccupazione	set	8.4	%	8.2	
Nuovi lavoratori dipendenti non agricoli	set	1371	x1000	850	
Salari orari m/m	set	0.4	%	0.2	
Fiducia famiglie (Michigan) finale	set	78.9		79.0	
Ordinativi industriali m/m	ago	6.4	%	1.0	
Ordinativi, beni durevoli m/m finale	ago	0.4	%		
Ordini beni durevoli ex-trasp m/m finale	ago	0.4	%		

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. Fonte: Refinitiv Datastream

La **spesa personale** ad agosto aumenta di 1% m/m. In termini reali, la variazione dei consumi è di 0,7% m/m. La variazione è spinta da un'accelerazione nel comparto dei servizi (1,1% m/m), che supera i livelli di febbraio in termini reali, e da un modesto calo nel comparto dei beni (-0,2% m/m, con un livello invariato per i beni durevoli), in via di normalizzazione dopo i forti aumenti della primavera e della prima parte dell'estate. Il **reddito personale** corregge di -2,7% m/m, con un calo del reddito disponibile di -3,2% m/m (-3,5% m/m in termini reali). La frenata del reddito disponibile deriva dalla scadenza a fine luglio della Federal Pandemic Unemployment Compensation che trasferiva l'integrazione di 600 dollari/settimana ai percettori di sussidi statali. La fine della FPUC è stata compensata da un aumento delle retribuzioni, in accelerazione rispetto a luglio, sostenuto per quasi due terzi dalla presenza dei lavoratori impiegati temporaneamente per le procedure del censimento. Il reddito rimane comunque al di sopra del livello di febbraio. Il **tasso di risparmio** prosegue il rientro dai picchi della primavera e si attesta a 14,1% ad agosto. Il **deflatore dei consumi** aumenta di 0,3% (1,4% a/a), come a luglio, con una variazione dei beni di 0,4% m/m e dei servizi di 0,3% m/m, e un ampio contributo dell'energia che ha prezzi in rialzo di 0,8% m/m. Anche il **deflatore core** è in rialzo di 0,3% m/m (1,6% a/a), dopo 0,4% m/m a luglio, spinto dai prezzi dei beni core. L'inflazione core potrebbe avvicinarsi al 2% già entro fine anno. I dati confermano il proseguimento della crescita solida dei consumi e lo spostamento atteso verso il settore dei servizi. Tuttavia, il calo del reddito disponibile segnala i rischi per la sostenibilità della dinamica dei consumi nei prossimi mesi.

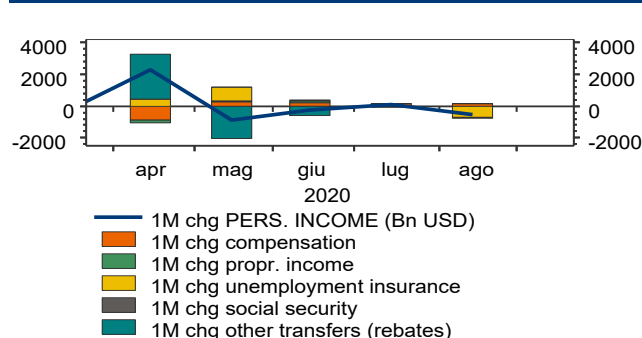


**Consumi ancora in rialzo, ma l'abbrivio si ridurrà con il venire meno del sostegno federale al reddito disponibile**



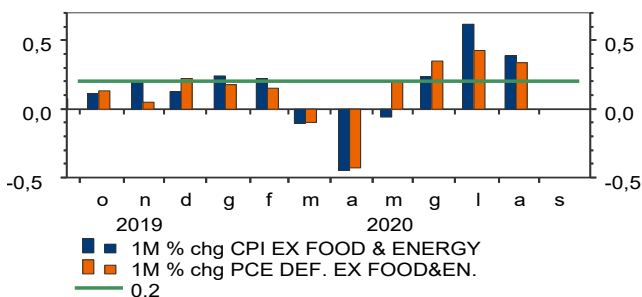
Fonte: Refinitiv Datastream

**Reddito disponibile: la spinta dei trasferimenti e dell'integrazione ai sussidi è finita, ora si scende**



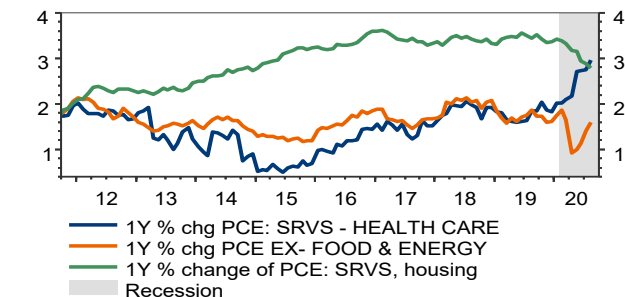
Fonte: Refinitiv Datastream

**L'inflazione si normalizza...**



Fonte: Refinitiv Datastream

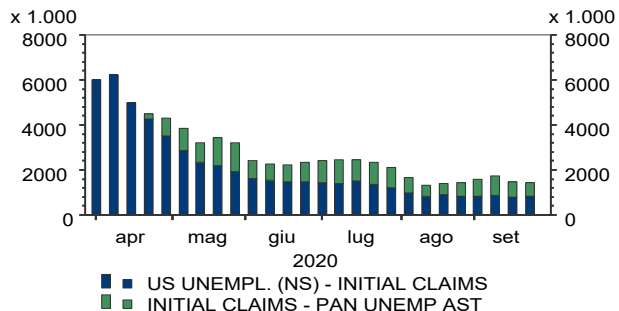
**...anche grazie alla ripresa della dinamica delle tariffe sanitarie**



Fonte: Refinitiv Datastream

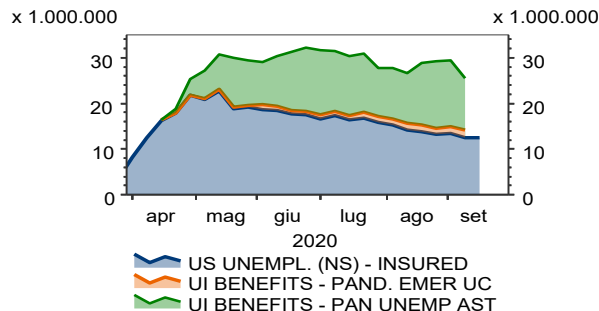
Le **nuove richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 26 settembre calano a 837 mila (-36 mila) rispetto alla settimana precedente. In termini non destagionalizzati, le nuove richieste si attestano a 786942, in calo di 40 mila dalla settimana precedente. Nella settimana finale di settembre si registrano anche richieste iniziali di 659 mila sussidi erogati con il programma di **Pandemic Unemployment Assistance**. I **sussidi esistenti** nella settimana conclusa il 19 settembre correggono a 11,767 mln (-980 mila) della settimana precedente. In termini non destagionalizzati, i sussidi statali esistenti risultano pari a 11,410 mln, in calo di 1 mln rispetto alla settimana precedente. Il numero totale di percettori di sussidi nella settimana conclusa il 12 settembre (periodo di rilevazione dell'employment report di settembre) aumenta di 484 mila, a 26,529 mln. I dati puntano ancora a correzioni del tasso di disoccupazione e a incrementi di occupati, ma a ritmi più contenuti rispetto a quelli dei mesi precedenti.

**Modesta riduzione delle nuove richieste di sussidi (non dest.)**



Fonte: Refinitiv Datastream

**Sussidi esistenti in graduale rientro**

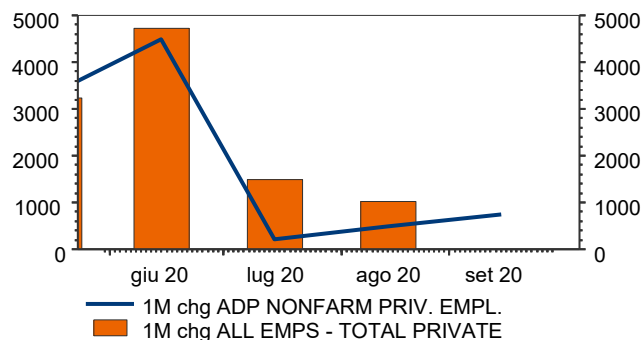


Fonte: Refinitiv Datastream

L'**ISM manifatturiero** corregge a 55,4 a settembre da 56 di luglio, segnando il quinto mese consecutivo al di sopra di 50. Le principali componenti danno indicazioni generalmente positive: anche nei casi in cui i sotto-indici sono in flessione, i livelli sono in territorio ampiamente espansivo (nuovi ordini a 60,2 da 67,6, produzione a 61 da 63,3, ordini inevasi a 55,5 da 54,6, occupazione a 49,6 da 46,4, i tempi di consegna a 59 da 58,2, gli ordini dall'estero a 54,3 da 53,3). I partecipanti all'indagine segnalano che gli stabilimenti sono ormai adattati alle nuove procedure dettate da COVID, rendendo più efficiente la produzione e danno un quadro con una prevalenza di aspettative positive rispetto a quelle negative. La domanda è in espansione, grazie alla crescita degli ordini, degli ordini inevasi e delle scorte, gli indicatori di consumo (produzione e occupazione) contribuiscono positivamente all'indice composito. Dal lato dell'offerta, si segnalano limiti a ulteriore espansione della produzione, anche se in via di ridimensionamento. Le strozzature all'offerta vengono ancora, in alcuni comparti, da difficoltà a reperire parti e componenti dalla Cina, in altri da carenza di capacità produttiva, con conseguenti aumenti di prezzo. Si riporta anche una significativa crescita della domanda dall'estero per il 4° trimestre. Su un totale di 18 settori, 14 sono in espansione. Un indice composito a 55,4 punterebbe, in base alla relazione storica, a una crescita del PIL di 3,7%. I dati e le opinioni delle imprese confermano che gran parte del manifatturiero è in ripresa, con indicazioni di espansione anche per il 4° trimestre, come segnalato dagli ordini di beni durevoli che, in termini di livelli, ad agosto hanno superato quelli pre-COVID.

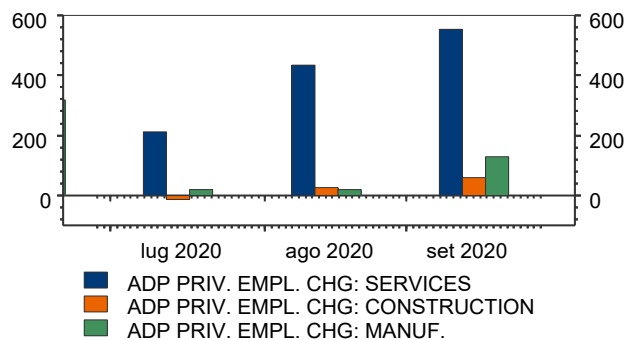
La stima **ADP degli occupati non agricoli privati** a settembre sorprende verso l'alto con una netta accelerazione rispetto ad agosto. I nuovi occupati sono stimati in aumento di 749 mila, dopo 481 mila di agosto. La dinamica occupazionale è robusta per tutte le dimensioni di impresa. In termini di settori, l'industria crea 196 mila posti (7 mila nell'estrattivo, 60 mila nelle costruzioni e 130 mila nel manifatturiero). Nei servizi, i nuovi posti sono 255 mila, con incrementi diffusi a tutti i principali sotto-settori: commercio, trasporti e utility, 186 mila; istruzione e sanità, 90 mila; ricreazione e ospitalità, 92 mila; finanza, 29 mila; servizi alle imprese, 78 mila; altri servizi, 60 mila.

#### La stima ADP recentemente ha sottostimato i nonfarm payroll



Fonte: Refinitiv Datastream

#### I nuovi occupati accelerano soprattutto nei servizi



Fonte: Refinitiv Datastream

La stima preliminare del **saldo commerciale dei beni** ad agosto registra un allargamento a -82,9 mld, da -80,1 mld di luglio. Le esportazioni sono in rialzo di 3,2 mld (2,8% m/m), mentre le importazioni crescono di 6 mld (3,1% m/m). Le importazioni sono spinte principalmente dalle auto e dai beni capitali. I dati danno indicazioni per un contributo negativo del canale estero alla crescita del 3° trimestre di circa -0,3pp.

La **fiducia dei consumatori** rilevata dal Conference Board a settembre (dati raccolti fino al 18 settembre) aumenta a 101,5 da 86,3 di agosto. La situazione corrente balza a 98,5 da 85,8; anche le aspettative segnano un rialzo ampio, passando da 86,6 a 104. L'incremento di settembre segue due contrazioni consecutive e indica valutazioni migliori sia per il breve sia per il medio

termine riguardo al mercato del lavoro, alle prospettive dell'economia e del reddito. Le famiglie riportano anche maggiore ottimismo riguardo alle finanze personali, con indicazioni moderatamente favorevoli per il proseguimento della crescita dei consumi. Nonostante i rialzi di settembre, i livelli della fiducia e dei sotto indici restano al di sotto di quelli pre-COVID.

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo
Vendite al dettaglio a/a	ago	-2.9 (-2.8)	%	-3.5	-1.9
Produzione industriale m/m prelim	ago	8.7	%	1.5	1.7
Tankan, grandi imprese manifatturiere	T3	-34		-23	-27
Tankan, grandi imprese non manifatt.	T3	-17		-9	-12
PMI manifatturiero finale	set	47.3			47.7
Job to applicant ratio	ago	1.08		1.05	1.04
Tasso di disoccupazione	ago	2.9	%	3.0	3.0
Fiducia delle famiglie	set	29.3			32.7

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. Fonte: Refinitiv Datastream

L'indagine **Tankan** a settembre registra un miglioramento degli indici per le grandi imprese manifatturiere a -27 da -34 di giugno, ma delude le aspettative di consenso (-23) e le previsioni formulate tre mesi fa dalle imprese (-17). Le imprese prevedono graduale miglioramento a dicembre (-17). Nel manifatturiero, il miglioramento è più contenuto per le imprese di dimensioni medie e piccole. Nel non manifatturiero, l'indice sale a -12, da -17, con previsione di marginale miglioramento per dicembre (-11). Le imprese prevedono un cambio dollaro/yen poco variato, a 107,9. In tutti i settori si riporta eccesso di offerta, si prevede una contrazione di vendite rispetto all'anno precedente e un ritmo di crescita degli investimenti di 3,5% a/a da 4,3% del 2019 (grandi imprese manifatturiere). Sul mercato del lavoro continua a prevalere un eccesso di domanda, anche se molto ridimensionato rispetto al passato. Nel complesso l'indagine supporta la previsione di graduale miglioramento della congiuntura, e indica che per una ripresa sostenibile ci vorrà tempo, oltre a ulteriore stimolo fiscale.

Il **tasso di disoccupazione** ad agosto sale a 3%, da 2,9% di luglio, con un aumento del tasso di partecipazione di 3 decimi a 62,1%. Gli occupati calano di 65 mila, mentre i disoccupati aumentano di 49 mila. Il rapporto fra posizioni aperte e domande cala ancora, a 1,04 da 1,08 di luglio (e 1,57 di gennaio). I dati confermano il graduale deterioramento del mercato del lavoro che però, secondo il Tankan di settembre, rimane ancora in una situazione di eccesso di offerta.

La **fiducia delle famiglie** prosegue sul sentiero di recupero, dopo il crollo causato dalla pandemia. L'indice sale a 32,7 a settembre (+3,4 punti da agosto), con miglioramenti diffusi alla situazione generale, alle aspettative di reddito e di acquisto di beni durevoli e all'occupazione. Le aspettative sui prezzi vedono un calo delle famiglie che prevedono aumenti di prezzo, a fronte di stabilità delle percentuali che prevedono inflazione intorno a zero o in calo. I consumi dovrebbero essere in recupero nel 3° trimestre dopo l'ampio calo della primavera.

## Area euro

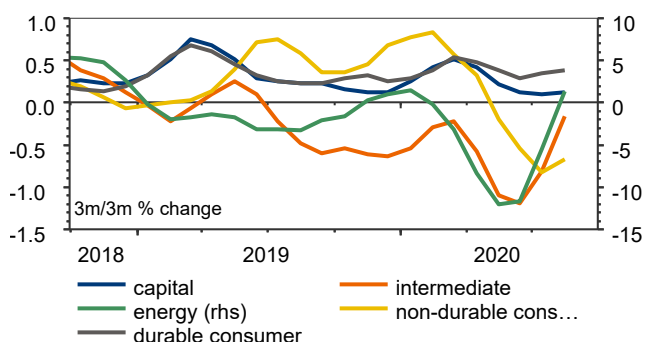
Paese	Dato	Periodo	Precedente		Consenso	Effettivo	
EUR	Fiducia consumatori finale	set	-14.7	(-13.9)		-13.9	-13.9
EUR	Fiducia servizi	set	-17.2			-15.7	-11.1
EUR	Fiducia industria	set	-12.8	(-12.7)		-10.0	-11.1
EUR	Indice di fiducia economica	set	87.5	(87.7)		89.0	91.1
EUR	PMI manifatturiero finale	set	53.7			53.7	53.7
EUR	Tasso di disoccupazione	ago	8.0	(7.9)	%	8.1	8.1
EUR	PPI a/a	ago	-3.1	(-3.3)	%	-2.7	-2.5
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a flash	set	0.6		%	0.8	0.4
EUR	CPI a/a stima flash	set	-0.2		%	-0.2	-0.3
FRA	Fiducia consumatori	set	95.0	(94.0)		94.0	95.0
FRA	Spese per consumi m/m	ago	-0.9	(0.5)	%	-0.2	+2.3
FRA	IPCA a/a prelim	set	0.2		%	0.3	0.0
FRA	PMI manifatturiero finale	set	50.9			50.9	51.2
GER	IPCA m/m prelim	set	-0.2		%	-0.1	-0.4
GER	CPI (Lander) m/m prelim	set	-0.1		%	-0.1	-0.2
GER	IPCA a/a prelim	set	-0.1		%	-0.1	-0.4
GER	CPI (Lander) a/a prelim	set	0.0		%	-0.1	-0.2
GER	Prezzi import a/a	ago	-4.6		%	-4.1	-4.0
GER	Vendite al dettaglio m/m	ago	-0.2	(-0.9)	%	0.5	3.1
GER	Vendite al dettaglio a/a	ago	5.0	(4.2)	%	4.2	3.7
GER	Tasso di disoccupazione	set	6.4		%	6.4	6.3
GER	Variazione n° disoccupati	set	-9		x1000	-8	-8
GER	PMI manifatturiero finale	set	56.6			56.6	56.4
ITA	PPI a/a	ago	-3.5	(-4.2)	%		-3.0
ITA	PPI m/m	ago	0.9	(0.2)	%		0.1
ITA	IPCA m/m prelim	set	-1.3		%	1.4	1.0
ITA	Prezzi al consumo a/a prelim	set	-0.5		%	-0.4	-0.5
ITA	IPCA a/a prelim	set	-0.5		%	-0.4	-0.9
ITA	Prezzi al consumo m/m prelim	set	0.3		%	-0.5	-0.6
ITA	PMI manifatturiero	set	53.1			53.5	53.2
ITA	Tasso di disoccupazione mensile	ago	9.8	(9.7)	%	10.1	9.7
ITA	Deficit/PIL (Istat)	T2	9.8	(10.8)	%		10.3
SPA	IPCA a/a prelim	set	-0.6		%	-0.5	-0.6

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione. Fonte: Refinitiv Datastream

**Area euro.** La **stima flash** di settembre indica una nuova discesa dell'**inflazione** a -0,3% a/a da -0,2% a/a di agosto, sulla scia della persistente debolezza della domanda e di un ulteriore, sia pur parziale, trasferimento a valle del taglio IVA in Germania. L'indice core BCE (al netto di alimentari freschi ed energia) ha segnato un rallentamento più forte rispetto alle attese, allo 0,4% a/a dallo 0,6% precedente. Sul mese, l'indice generale ha visto un lieve aumento del +0,1% m/m dopo il -0,4% m/m di agosto; crescono i listini alimentari (+0,5% m/m e +3,1% a/a), mentre i prezzi dell'energia registrano un nuovo calo (-0,4% m/m e -8,2% a/a, in linea con le aspettative). L'inflazione dovrebbe mantenersi su valori bassi nei prossimi mesi: per il 2020 prevediamo un forte rallentamento della crescita dei prezzi allo 0,3%.

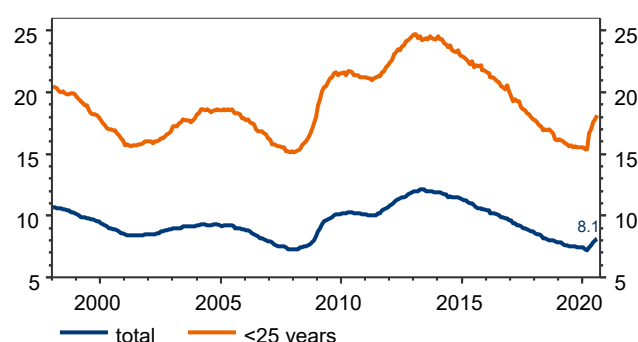
**Area euro.** Il **tasso di disoccupazione** nel mese di agosto è salito da 7,9% a 8,1%, in linea con le aspettative, mentre la disoccupazione giovanile è passata al 18,1% dal 17,8% di luglio. Secondo Eurostat, il numero dei senza-lavoro di questo mese è di circa 13,188 milioni, con un aumento rispetto a luglio di 251 mila. Le misure introdotte dai governi hanno contribuito a mantenere in organico forza lavoro a rischio di licenziamento che, iniziata la ripresa, in parte è ritornata a lavorare evitando un balzo ben più ampio della disoccupazione. Tuttavia, nei prossimi mesi le sacche di sotto-occupazione latente rischiano di tradursi in riduzione degli organici. Per questo, il picco del tasso di disoccupazione potrebbe risultare ulteriormente ritardato rispetto al punto di minimo del ciclo.

## Area euro – PPI per destinazione finale del prodotto



Fonte: Eurostat

## Area euro – tasso di disoccupazione, % della forza lavoro



Fonte: Eurostat

**Area euro.** Il dato finale del PMI manifatturiero di settembre conferma il miglioramento registrato dalla stima flash, a **53,7** da 51,7 precedente. L'indice rimane in territorio espansivo per il terzo mese consecutivo dopo la flessione dei mesi precedenti, toccando un nuovo massimo da settembre del 2018. L'aumento ha coinvolto tutte le componenti. Gli ordini esteri hanno confermato la relativa ripresa del commercio internazionale, con gli ultimi dati che hanno mostrato l'aumento maggiore da febbraio 2018; l'occupazione resta su valori ancora coerenti con una contrazione degli organici (47,1 da 44,2 precedente), seppur notevolmente più lenta rispetto ai mesi precedenti. Il forte balzo dei nuovi ordini ha esercitato una discreta pressione sulle imprese, facendo crescere il lavoro inevaso. Non ci sono evidenze di pressioni inflattive. Forti crescite sono state osservate sia nel settore dei beni di consumo che in quello dei beni intermedi, ma l'espansione maggiore si è registrata per i beni di investimento.

Lo **spaccato per Paese** ha visto il PMI manifatturiero francese collocarsi nuovamente in territorio espansivo (a 51,2, tre decimi sopra la stima flash). Restano sopra la soglia di non cambiamento gli indici della produzione (a 53,3) e dei nuovi ordini; inizia la ripresa per i nuovi ordini esteri, dopo i minimi primaverili. Gli indici dei prezzi sono coerenti con una moderata accelerazione, che coinvolgerebbe sia i prezzi dei fattori produttivi che dei prodotti finali. In Germania, il PMI manifatturiero ha visto un calo di due decimi rispetto al dato preliminare, a 56,4 da 52,2 di agosto. Il balzo è stato più forte per gli indici dei nuovi ordini totali (64,2) ed esteri (61,2); l'occupazione, invece, continua a segnare una contrazione ma a velocità ridotta. I prezzi, in particolare quelli degli input, hanno registrato un calo. Il PMI manifatturiero dell'Italia è rimasto pressoché invariato, a 53,2 da 53,1 di agosto. Gli indici degli ordini esteri e dell'occupazione si collocano sopra la soglia di invarianza; infine, le indagini di settembre indicano un lieve aumento dei prezzi.

**Area euro.** In agosto, i **prezzi alla produzione** sono calati di -0,1% m/m nel comparto dei beni di investimento (+0,8% a/a) e sono rimasti invariati su base mensile per i produttori di beni di consumo durevoli (1,5% a/a) e non durevoli (+0,3% a/a); i prezzi dei beni intermedi sono saliti di 0,1% m/m, ma sono ancora in calo di -1,9% rispetto a un anno prima. Il PPI energia è cresciuto di 0,3% m/m, ma la variazione tendenziale resta fortemente negativa (-8,7% a/a). La contrazione del PPI si ridimensionerà radicalmente nei prossimi mesi, grazie alla stabilizzazione nel comparto energetico e dei beni intermedi.

**Area euro.** A settembre continua la ripresa dell'indice **ESI di fiducia economica**, cresciuto a 91,1 da 87,5 precedente. Il recupero è più forte nei **servizi**, passati a -11,1 (+6,1 punti rispetto al valore di agosto); migliorano anche **l'industria**, a -11,1 da -12,8 di agosto, e il **commercio al dettaglio** (a -8,7 da -10,5 precedente). L'indice delle **costruzioni** ha segnato anch'esso un aumento a -9,6 (+2,2 rispetto al valore precedente). Il livello rimane comunque ben al di sotto della media storica, e coerente con un ritmo di espansione ancora inferiore alla norma. Le aspettative di inflazione restano più basse del dato pre-COVID. Lo spaccato per Paese indica che l'ESI è

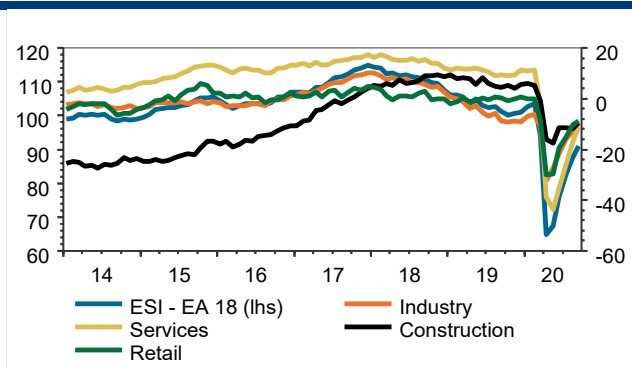
creciuto in tutte le maggiori economie dell'Eurozona: tra i paesi coinvolti nell'indagine, l'Italia ha registrato l'aumento più forte (+8,4 punti rispetto al dato precedente).

Nei servizi, il clima di fiducia è del tutto normalizzato nel segmento trasporto e magazzinaggio (0,3), riflesso della buona ripresa nella produzione di beni. Nei servizi di alloggio e nella ristorazione, si nota un nuovo ampio miglioramento in settembre, ma i livelli restano molto bassi (rispettivamente -33,5 e -26,8), e le aspettative sulla domanda sono negative. Anche nei servizi professionali (-13,3) e in quelli amministrativi (-12,5) la fiducia resta ben sotto la norma.

Il **dato finale della fiducia dei consumatori** del mese di settembre conferma il valore della stima flash di -13,9.

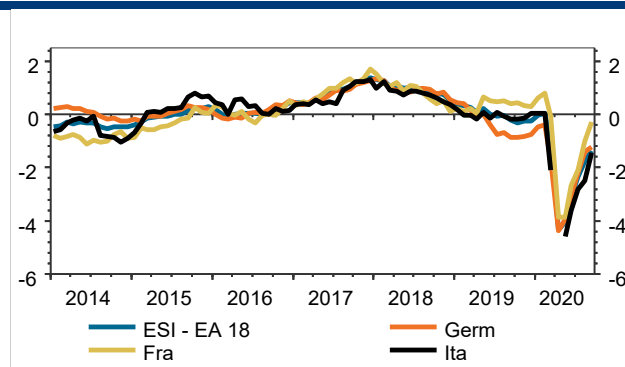
Ci aspettiamo una risalita lenta e discontinua nei prossimi mesi, a causa dell'incertezza generata dalla crescita dei contagi.

#### Area euro-Indice ESI in risalita



Fonte: Commissione Europea

#### Indice in ripresa nei paesi dell'Eurozona



Fonte: Commissione Europea

**Germania.** Il **tasso di disoccupazione** è calato a sorpresa di un decimo ad agosto, a 6,3% da 6,4% di luglio. Nel mese i senza lavoro sono saliti di 35 mila unità arrivando a 2,02 milioni (+621 mila rispetto ad agosto 2019). Il calo del tasso di disoccupazione è spiegato dall'aumento delle forze di lavoro. Gli occupati nel mese sono aumentati marginalmente (+21 mila unità), ma rimangono inferiori rispetto al livello di febbraio di circa 565 mila unità (-1,2%). L'occupazione sta lentamente risalendo al ritmo di un decimo al mese da giugno. È ancora presto per dichiarare un'inversione nel trend del mercato del lavoro, tuttavia il dispositivo del *Kurzarbeit* sembra essere riuscito a stabilizzare il livello della disoccupazione, che è vista fermarsi al 6,0% quest'anno dal 4,9% del 2019.

**Germania.** I dati flash dai Länder indicano che a settembre i **prezzi al consumo** sono calati più delle attese e precisamente di -0,2% m/m da -0,1% m/m sull'indice nazionale e di -0,4% m/m da -0,2% m/m su quello armonizzato. Nel mese la discesa è spiegata principalmente dal taglio dell'IVA scattato il primo luglio e dalla flessione del costo dell'energia. L'inflazione di riflesso sarebbe rallentata di altri due decimi scendendo in territorio negativo, rispettivamente da zero a -0,2% sull'indice nazionale e di tre decimi da -0,1% a -0,4% su quello armonizzato. Il taglio dell'IVA rimarrà in vigore fino a fine anno e contribuirà a mantenere l'inflazione debole.

**Francia.** La **spesa per consumi** ad agosto è balzata del 2,3% m/m (2,4% a/a) dopo il -0,9% m/m di luglio (rivisto al ribasso da +0,5% m/m della prima stima). Il dato è ben superiore alle attese di consenso ma è in parte spiegato dalla revisione del dato di luglio e in parte dallo spostamento della stagione dei saldi. Ad agosto i consumi di abbigliamento sono balzati del 17,4% m/m; l'aumento delle vendite è anche diffuso all'arredamento e agli altri beni fabbricati. Si registra una correzione delle vendite di auto dopo gli aumenti fuori scala di maggio e giugno, che porta il consumo di beni durevoli a -1,5% m/m (secondo calo consecutivo). I consumi in Francia sono in rotta per un balzo di 17,5% t/t nel terzo trimestre, dopo il calo di -7,2% t/t nei mesi primaverili.

**Francia.** La stima flash indica che a settembre i **prezzi al consumo** sono calati in linea con le attese, di -0,5% m/m sull'indice nazionale e di -0,6% m/m su quello armonizzato (dopo il -0,1% m/m di agosto su entrambe le misure). Il calo è spiegato dai prezzi degli alimentari, dell'energia e dei servizi; i prezzi nel manifatturiero risalgono nel mese dopo la fine dei saldi estivi, che erano slittati in avanti quest'anno a causa della pandemia. L'inflazione quindi è rallentata marginalmente sull'indice nazionale, a zero da 0,1% di agosto, mentre è rimasta ferma a zero sulla misura armonizzata. Ci attendiamo un ulteriore calo nei prossimi mesi.

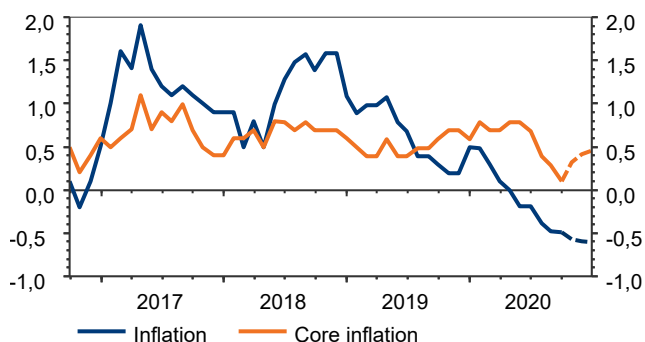
**Francia.** L'indice **INSEE di fiducia** delle **famiglie** rimane invariato a settembre a 95. Il dato di agosto è stato rivisto al rialzo di un punto. L'indagine di settembre rimane abbastanza in linea con quanto emerso ad agosto, quando il campione aveva indicato come principali aree di attenzione i timori per una risalita della disoccupazione, mentre i timori di una ripresa dell'inflazione rimane ampiamente al di sotto del livello storico. Nel mese si rileva un lieve miglioramento della capacità di risparmio delle famiglie e un corrispettivo aumento delle intenzioni di risparmio. In media trimestrale il morale delle famiglie mostra a settembre una marginale flessione a 94,8 da 95,1. Sebbene la variazione sia minima, quello di settembre potrebbe essere un primo indicatore dell'impatto della seconda ondata di contagi sul morale dei consumatori. I dati di settembre sulla diffusione dei contagi iniziano a essere allarmanti e non possono ormai escludersi nuove chiusure generalizzate che però riteniamo potrebbero essere limitate alle grandi città o a singoli dipartimenti. Per ora riteniamo improbabile un ritorno ai blocchi su tutto il territorio nazionale visti in primavera.

**Italia.** I dati provvisori sul **mercato del lavoro** ad agosto sono stati migliori del previsto. Gli occupati sono risaliti per il secondo mese di fila, di 83 mila unità (circa in linea con il mese precedente). Anche le forze di lavoro hanno continuato a mostrare un recupero (grazie all'ulteriore calo degli inattivi, di -65 mila unità), ma di entità inferiore rispetto all'aumento degli occupati: pertanto, il tasso di disoccupazione è sceso di un decimo, a 9,7% da 9,8% di luglio (dato rivisto al rialzo di un decimo). La crescita degli occupati, così come il calo degli inattivi, ha riguardato soprattutto la componente maschile (viceversa, gli inattivi sono aumentati tra le donne). Nel mese, la crescita degli occupati è dovuta soprattutto ai lavoratori indipendenti (+67 mila unità), che recuperano i posti persi il mese precedente. Tutte le classi di età registrano un calo dell'occupazione su base annua, con la sola eccezione degli ultracinquantenni (tra i quali gli occupati crescono di 153 mila unità, ma esclusivamente per effetto della componente demografica); il tasso di disoccupazione giovanile è salito per il quarto mese di fila, a 32,1% da 31,8%, ai massimi da quasi due anni. Le ore pro capite effettivamente lavorate restano inferiori a quelle dello stesso mese del 2019, ma il divario continua a ridursi (25,5 ore a settimana, solo di 0,6 ore inferiore a quello registrato ad agosto 2019; il gap si riduce a 0,4 ore per i dipendenti). In sintesi, nonostante il recupero di luglio e agosto, il livello dell'occupazione è ancora inferiore di quasi 360 mila unità rispetto a quello di febbraio (per quasi il 90% dei casi, si tratta di dipendenti con contratti a termine). Da settembre, le condizioni più restrittive per il blocco dei licenziamenti e per il ricorso alla cassa-integrazione potrebbero favorire una risalita del tasso di disoccupazione, che vediamo toccare un picco non prima del 2° trimestre del 2021.

**Italia.** A settembre, l'**inflazione** è rimasta invariata sull'indice domestico ma è scesa (pensiamo, temporaneamente) sulla misura armonizzata UE. Sul NIC, l'inflazione si è attestata a -0,5% a/a, stabile rispetto al mese precedente, con prezzi in calo più del previsto nel mese (-0,6% m/m). Al contrario, l'inflazione sull'IPCA è scesa a -0,9% dal -0,5% di agosto, con listini in aumento di un punto percentuale (meno della stagionalità di settembre e meno del previsto). Infatti, l'indice armonizzato è fortemente influenzato dal rinvio dei saldi estivi (che si erano svolti dal 6 luglio a fine agosto lo scorso anno, e invece quest'anno sono stati programmati da inizio agosto a fine settembre, nella maggior parte delle regioni). Sul NIC, il calo dei prezzi nel mese è dovuto principalmente ai ribassi stagionali nei servizi di trasporto (-5,5%) e nei servizi ricreativi (-0,8%), solo in parte compensato dai rincari degli alimentari freschi (+0,6%); l'inflazione di fondo (esclusi

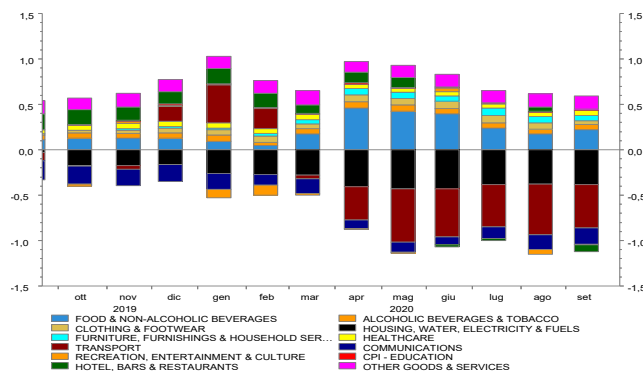
energia e alimenti non trasformati) è calata a +0,1% da +0,3% precedente (quella al netto della sola l'energia a +0,3% da +0,4%). Sull'IPCA, i prezzi di abbigliamento e calzature sono saliti di +25,4%, ma l'aumento è stato meno marcato di quello di settembre 2019 (+32,6%); l'effetto-saldi non è stato pieno, verosimilmente in quanto alcuni acquirenti non si sono dimostrati interessati all'acquisto di abbigliamento estivo a settembre, e alcuni rivenditori hanno optato per vendere principalmente abiti della nuova collezione, per ottenere migliori margini e, forse, in quanto preoccupati per un eventuale nuovo lockdown nei prossimi mesi. In prospettiva, il divario tra l'indice domestico e quello armonizzato dovrebbe rientrare già il mese prossimo (in pratica, il rinvio dei saldi ha causato un disallineamento tra IPCA e NIC al rialzo a luglio, e al ribasso a settembre, e da ottobre le dinamiche torneranno ad essere del tutto simili). In generale, vediamo un'inflazione poco variata da qui a fine anno (con un lieve bias al ribasso). Il CPI potrebbe chiudere il 2020 con una media lievemente negativa (-0,2%), per approdare in territorio solo marginalmente positivo nel 2021 (+0,1%). Gli effetti della debolezza della domanda dovrebbero continuare a prevalere su quelli dei vincoli dal lato dell'offerta, lasciando l'inflazione di fondo su livelli moderati probabilmente per un orizzonte di almeno un paio d'anni. Finché i timori legati a una recrudescenza dei contagi mantengono imprese e consumatori in un atteggiamento di grande cautela, appare improbabile che le misure di stimolo monetario e fiscale possano generare inflazione.

#### Italia-Inflazione % a/a (totale e core), indice NIC



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream, previsioni Intesa Sanpaolo

#### Inflazione % a/a (indice NIC): contributi delle principali componenti



Fonte: Istat, Refinitiv Datastream

**Italia.** I prezzi alla produzione nell'industria sono saliti di un decimo ad agosto (spinti dal mercato interno), per una variazione annua pari a -3% (da -3,5% di luglio, e dal minimo di -5,3% toccato lo scorso maggio). Nel mese, le uniche significative pressioni al rialzo (sul mercato domestico) sono venute dai beni di consumo non durevoli (+0,5% m/m); sull'anno, i beni durevoli vedono rincari dell'1,7%, a fronte di un eccezionale ribasso per i prodotti energetici (-12,2%). Al netto dell'energia, il PPI sul mercato interno vede una crescita di un decimo sul mese e un calo di altrettanto sull'anno. Tra i non energetici, significativi ribassi su base annua si notano per metallurgia e chimica.

#### Cina

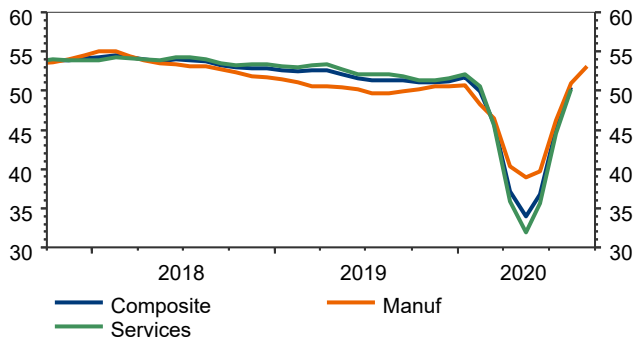
Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
PMI composito - Caixin	set	54.5		55.1
PMI manifatturiero - NBS	set	51.0	51.2	51.5
PMI non manifatturiero - NBS	set	55.2		55.9
PMI manifatturiero - Caixin	set	53.1	53.1	53.0

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione  
Fonte: Refinitiv Datastream



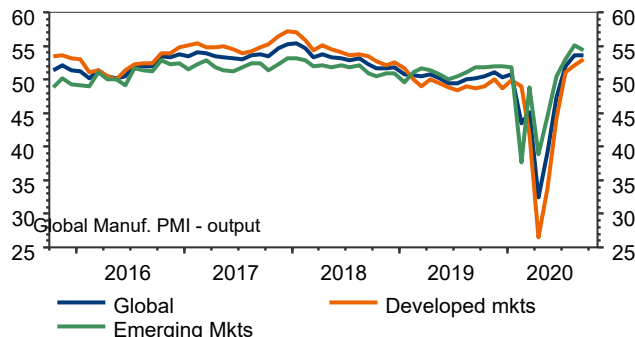
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



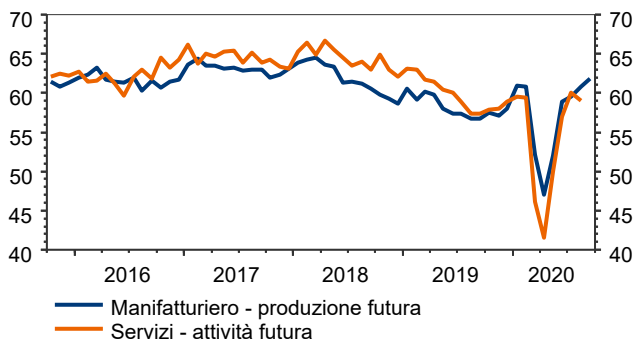
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



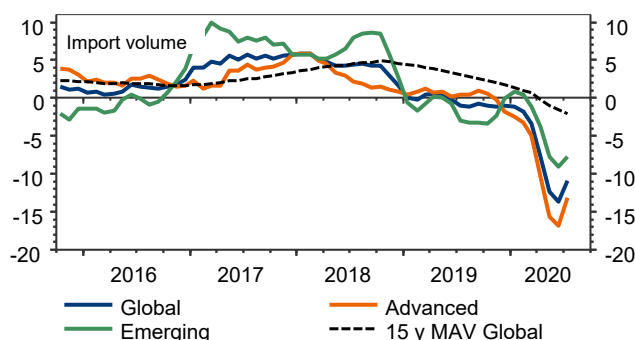
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



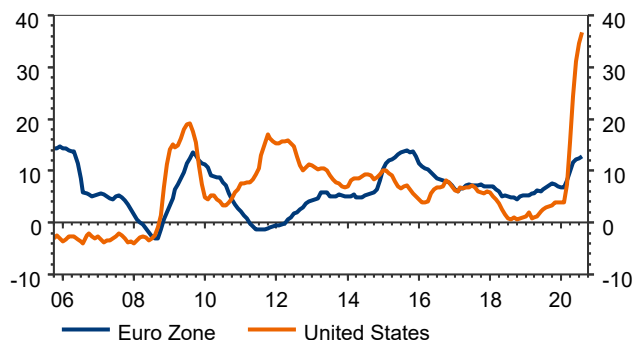
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



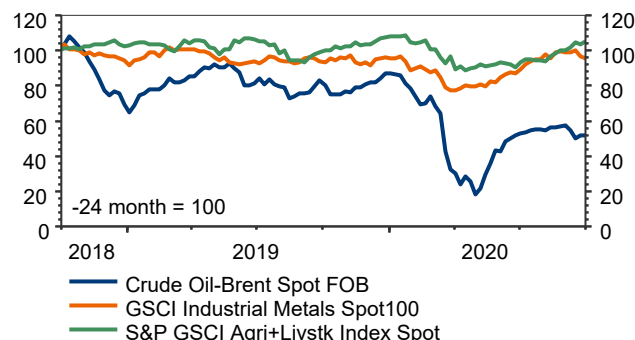
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Fed, BCE, Eurostat e BLS.

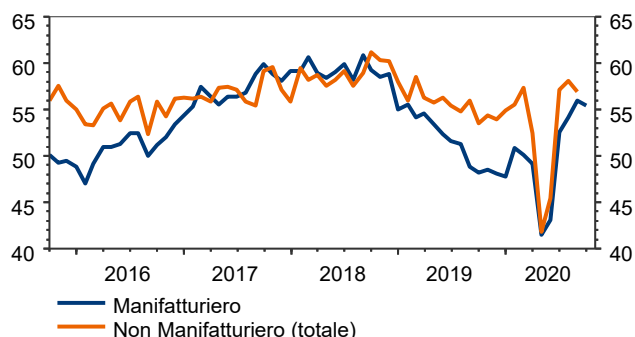
### Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

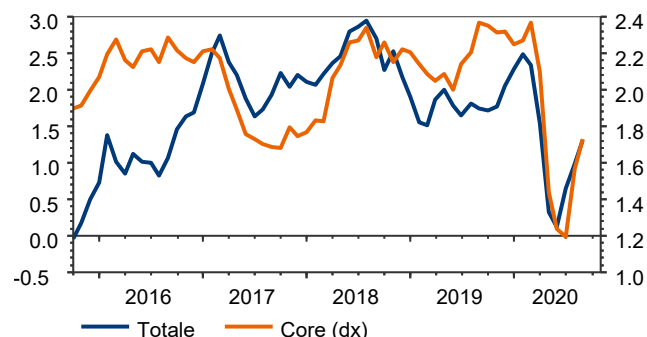
## Stati Uniti

## Indagini ISM



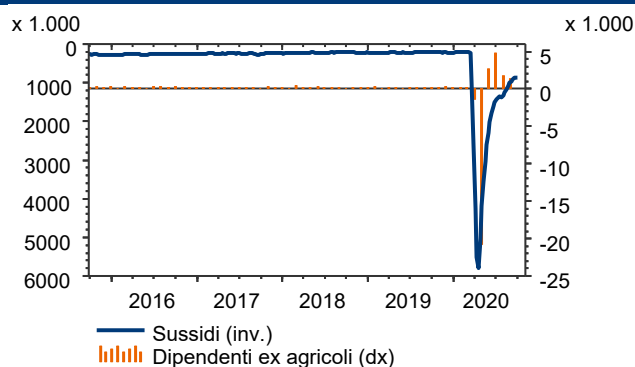
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



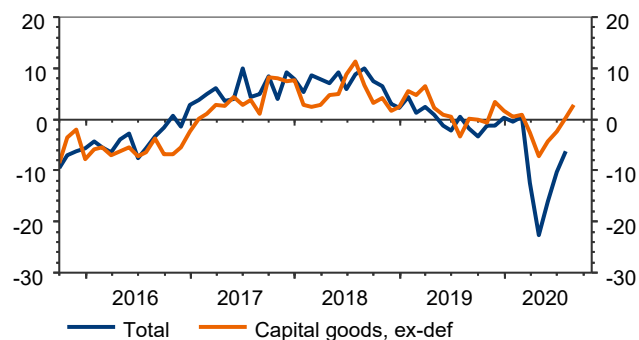
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Variazione degli occupati e sussidi ('000)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Nuovi Ordinativi (durevoli – var. % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

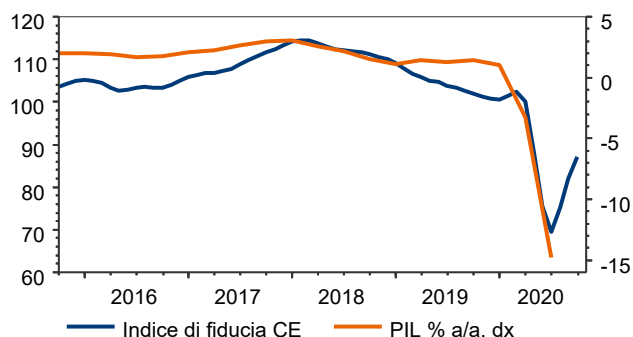
## Previsioni

	2019	2020p	2021p	2019	2020	2021					
				T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	2.2	-3.9	3.6	2.1	2.3	0.3	-9.0	-3.6	-3.1	-1.0	9.6
- trim./trim. annualizzato				2.6	2.4	-5.0	-31.4	29.2	4.7	3.5	3.1
Consumi privati	2.4	-4.2	4.5	2.7	1.6	-6.9	-33.2	34.8	6.5	4.2	3.2
IFL - privati non residenziali	2.9	-6.1	2.7	1.9	-0.3	-6.7	-27.2	7.1	5.1	5.5	4.6
IFL - privati residenziali	-1.7	1.2	3.7	4.6	5.8	19.0	-35.6	25.3	12.0	3.5	1.5
Consumi e inv. pubblici	2.3	2.2	1.1	2.1	2.4	1.3	2.5	2.3	1.2	1.2	0.4
Esportazioni	-0.1	-16.2	0.5	0.8	3.4	-9.5	-64.4	28.2	2.5	4.5	7.2
Importazioni	1.1	-15.5	2.0	0.5	-7.5	-15.0	-54.1	23.1	5.2	5.5	6.1
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.0	-1.2	0.1	-0.1	-0.9	-1.7	-4.3	3.1	-0.2	0.0	0.2
Partite correnti (% PIL)	-2.2	-2.7	-2.7								
Deficit Pubblico (% PIL)	-7.1	-16.7	-8.3								
Debito pubblico (% PIL)	135.4	159.7	159.1								
CPI (a/a)	1.8	1.2	2.2	1.8	2.0	2.1	0.4	1.2	1.1	1.3	2.9
Produzione Industriale	0.9	-7.5	4.3	0.3	0.1	-1.7	-13.2	8.2	1.4	1.0	1.2
Disoccupazione (%)	3.7	8.5	7.5	3.6	3.5	3.8	13.0	8.7	8.4	8.1	7.9

Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters. Per il 2° trimestre si ipotizza uno shutdown circa al 50% per un mese, al 25% per un altro mese e il ritorno ad attività normale nel terzo.

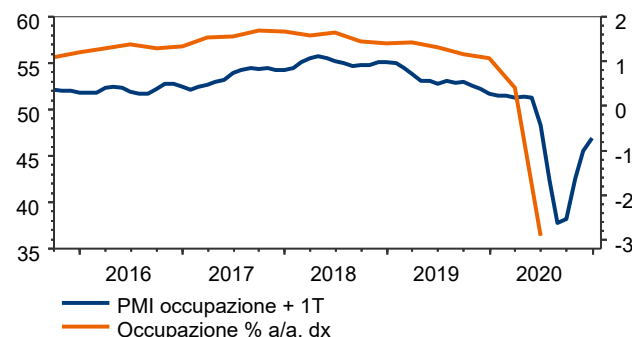
## Area euro

## PIL



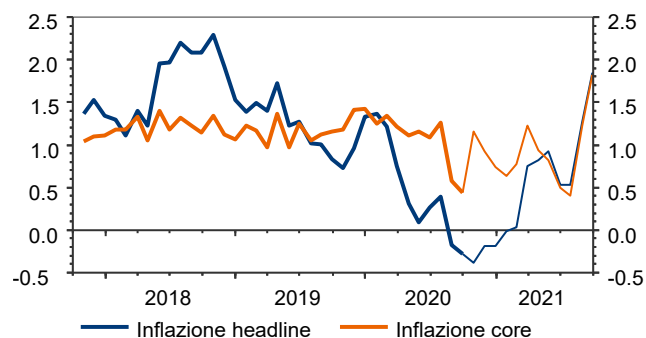
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## Occupazione



Fonte: Eurostat, Markit Economics

## Inflazione



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni inflazione

%	2019	2020	2021
gennaio	1.4	1.4	0.0
febbraio	1.5	1.2	0.0
marzo	1.4	0.7	0.7
aprile	1.7	0.3	0.8
maggio	1.2	0.1	0.9
giugno	1.3	0.3	0.5
luglio	1.0	0.4	0.5
agosto	1.0	-0.2	1.3
settembre	0.8	-0.3	1.8
ottobre	0.7	-0.4	1.8
novembre	1.0	-0.2	1.8
dicembre	1.3	-0.2	1.8

Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

## Previsioni

	2019	2020p	2021p	2019	2020	2021
				T3	T1	T2
PIL (prezzi costanti, a/a)	1.3	-8.2	5.9	1.4	-3.2	-14.7
- t/t				0.3	-3.7	-11.8
Consumi privati	1.3	-7.5	7.6	0.4	-4.5	-12.4
Investimenti fissi	5.6	-10.9	3.7	-5.1	-5.2	-17.0
Consumi pubblici	1.8	-1.0	1.9	0.6	-0.7	-2.6
Esportazioni	2.5	-12.5	6.1	0.6	-3.9	-18.8
Importazioni	4.0	-10.3	5.0	-2.3	-3.2	-18.0
Var. scorte (contrib., % PIL)	-0.5	-0.1	0.0	-0.2	-0.3	0.1
Partite correnti (% PIL)	3.3	2.0	2.3			
Deficit pubblico (% PIL)	-0.6	-9.0	-3.4			
Debito pubblico (% PIL)	86.0	102.7	98.8			
Prezzi al consumo (a/a)	1.2	0.3	1.0	1.0	1.1	0.2
Produzione industriale (a/a)	-1.3	-9.3	5.5	-1.6	-6.1	-20.2
Disoccupazione (%)	7.6	7.9	8.2	7.5	7.3	7.6
Euribor 3 mesi	-0.36	-0.41	-0.47	-0.40	-0.41	-0.30

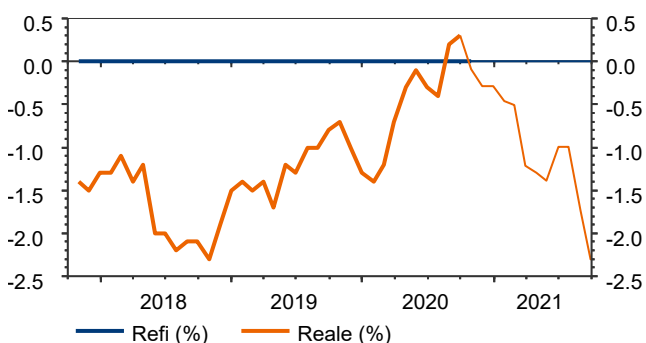
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## Previsioni su tassi d'interesse e tassi di cambio

### Eurozona

	mar	giu	set	1/10	dic	mar	giu	set
Refi	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 1m	-0.42	-0.51	-0.53	<b>-0.53</b>	-0.49	-0.49	-0.48	-0.47
Euribor 3m	-0.36	-0.42	-0.50	<b>-0.50</b>	-0.48	-0.47	-0.46	-0.46

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

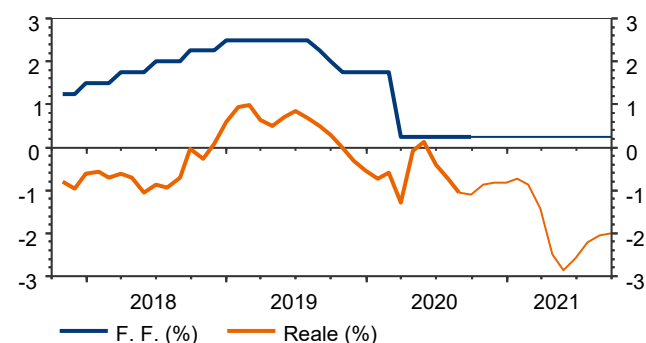


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	mar	giu	set	1/10	dic	mar	giu	set
Fed Funds	0.25	0.25	0.25	<b>0.25</b>	0.25	0.25	0.25	0.25
Libor USD 3m	1.45	0.30	0.23	<b>0.23</b>	0.22	0.23	0.22	0.22

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

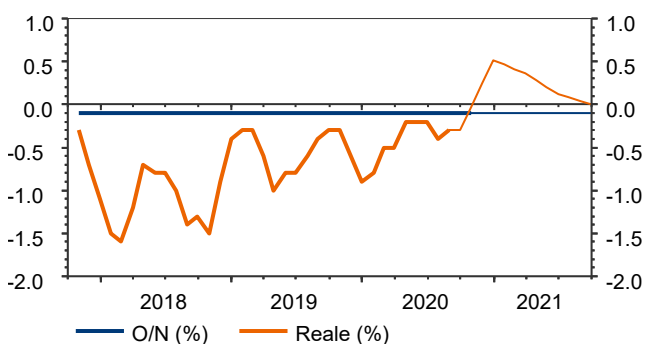


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	mar	giu	set	1/10	dic	mar	giu	set
O/N target	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Libor JPY 3m	-0.05	-0.05	-0.10	<b>-0.10</b>	-0.04	-0.05	-0.05	-0.05

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

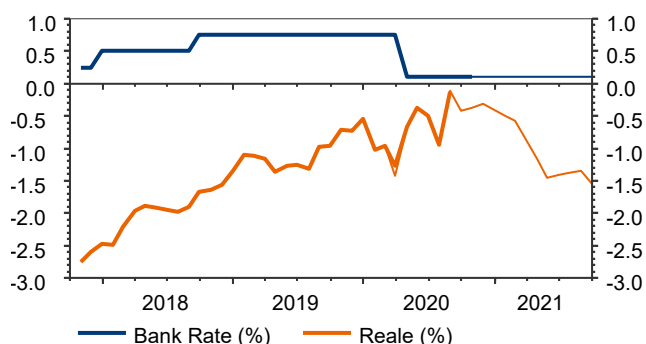


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	mar	giu	set	1/10	dic	mar	giu	set
Bank rate	0.10	0.10	0.10	<b>0.10</b>	0.10	0.10	0.10	0.10
Libor GBP 3m	0.60	0.14	0.06	<b>0.06</b>	0.05	0.05	0.10	0.20

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Tassi di cambio

	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	2/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.15	1.09	1.09	1.13	1.19	<b>1.1725</b>	1.19	1.20	1.18	1.16	1.18
USD/JPY	114	107	108	108	106	<b>105.08</b>	104	106	108	110	112
GBP/USD	1.30	1.23	1.24	1.25	1.33	<b>1.2933</b>	1.27	1.31	1.33	1.35	1.38
EUR/CHF	1.14	1.09	1.06	1.06	1.08	<b>1.0790</b>	1.07	1.08	1.09	1.10	1.15
EUR/JPY	131	117	117	121	126	<b>123.20</b>	124	127	127	128	132
EUR/GBP	0.89	0.89	0.88	0.90	0.89	<b>0.9064</b>	0.93	0.91	0.88	0.86	0.85

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## 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-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 and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa 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

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

#### Macro & Fixed Income Research

Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
<b>Fixed Income</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
<b>Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
<b>Materie Prime</b>		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com