

Weekly Economic Monitor

Il punto

**Italia.** La NADEF 2020 prospetta un'intonazione espansiva della politica fiscale per tutto l'orizzonte 2021-23, con un ruolo crescente nel tempo dell'utilizzo delle risorse dal Recovery Plan europeo. Tuttavia, il percorso delineato di riduzione del rapporto debito/PIL non appare interamente credibile, in quanto poggia su previsioni eccessivamente ottimistiche sulla crescita del PIL.

I market mover della settimana

Nell'**Eurozona**, la settimana è povera di indicatori congiunturali. Lo ZEW tedesco, primo indice di fiducia relativo al mese di ottobre, dovrebbe vedere una correzione dopo gli ampi miglioramenti dei mesi precedenti. La produzione industriale nell'Eurozona mostrerà un rallentamento su base congiunturale ad agosto. La seconda lettura dei dati di inflazione di settembre dovrebbe confermare la flessione vista nella prima stima. Entro giovedì, i governi dovranno inviare alla Commissione i Documenti Programmatici di Bilancio, che mostreranno un'intonazione significativamente espansiva della politica fiscale anche nel 2021.

La settimana ha molti dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Le prime indagini del settore manifatturiero a ottobre dovrebbero confermare uno scenario moderatamente espansivo per i mesi autunnali. La fiducia dei consumatori a ottobre dovrebbe confermare la stabilizzazione su livelli inferiori a quelli di febbraio ma coerenti con un andamento positivo dei consumi. La produzione industriale a settembre è prevista in forte rialzo, guidato da un settore manifatturiero robusto, alla luce dei dati dell'employment report su ore lavorate e occupati. Gli indici dei prezzi al consumo e alla produzione dovrebbero registrare una normalizzazione delle variazioni mensili, intorno a 0,2% m/m sia per gli indici headline sia per quelli core.

9 ottobre 2020

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

Luca Mezzomo  
Economista

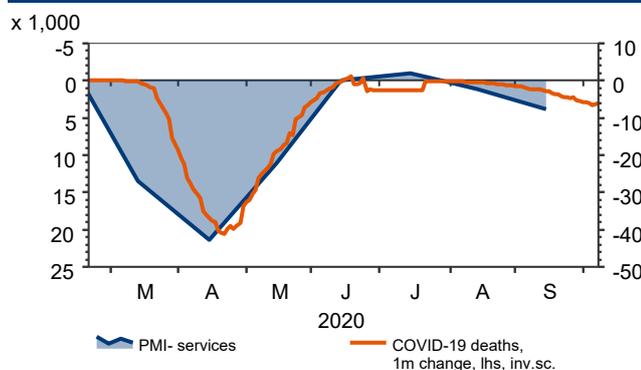
Giovanna Mossetti  
Economista - USA e Giappone

Paolo Mameli  
Economista - Italia

Guido Valerio Ceoloni  
Economista - Area euro

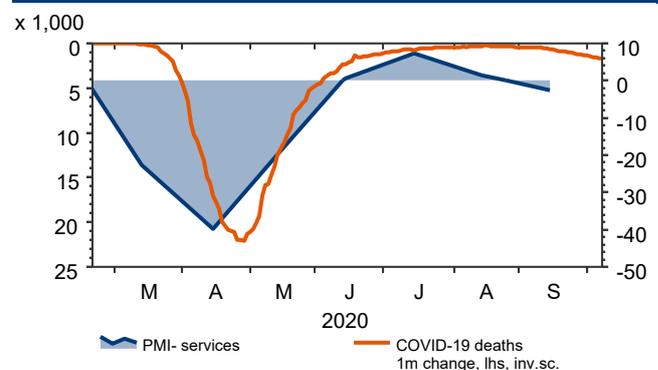
Aniello Dell'Anno  
Economista - Area euro

La crisi pandemica torna a frenare i servizi in Spagna...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ECDC e IHS Markit. L'indice di attività PMI per i servizi (scala dx) è riportato come scarto rispetto a 50

...e meno intensamente in Francia



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ECDC e IHS Markit. L'indice di attività PMI per i servizi (scala dx) è riportato come scarto rispetto a 50

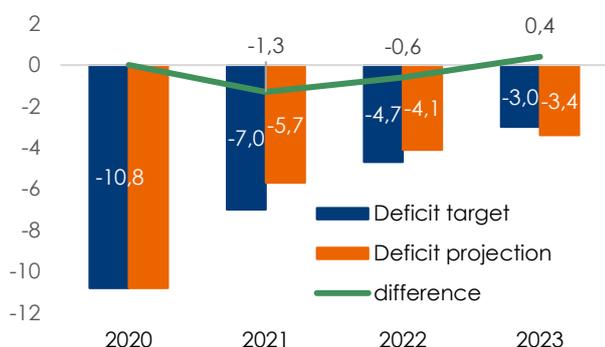
## Il punto

**Italia.** La NADEF 2020 prospetta un'intonazione espansiva della politica fiscale per tutto l'orizzonte 2021-23, con un ruolo crescente nel tempo dell'utilizzo delle risorse dal Recovery Plan europeo. Tuttavia, il percorso delineato di riduzione del rapporto debito/PIL non appare interamente credibile, in quanto poggia su previsioni eccessivamente ottimistiche sulla crescita del PIL.

Nella serata di lunedì 5 ottobre, il Governo italiano ha finalmente approvato la **Nota di Aggiornamento al DEF**. I principali indicatori hanno rispettato le attese della vigilia:

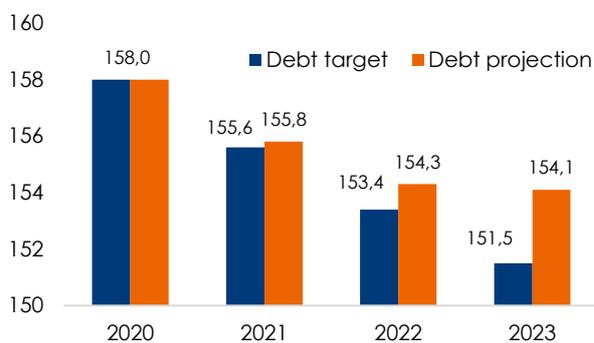
- il nuovo target sull'**indebitamento netto** per il prossimo anno è fissato al 7% del PIL (dal 10,8% del 2020, molto meglio di quanto previsto due mesi fa), a fronte di un tendenziale al 5,7%: la differenza (pari all'1,3% del PIL ovvero oltre 22 miliardi di euro) è l'impatto espansivo della Legge di Bilancio 2021; l'indebitamento netto è poi visto diminuire ulteriormente negli anni successivi, fino al 3% nel 2023;
- il **disavanzo primario**, che quest'anno dovrebbe superare il 7% del PIL (dopo che il 2019 aveva registrato un avanzo primario all'1,8%), è visto gradualmente migliorare in seguito, fino a sostanzialmente azzerarsi nell'ultimo anno dell'orizzonte di previsione;
- il disavanzo strutturale, dopo un minimo a 6,4% nel 2020, dovrebbe scendere al 3,5% nel 2023 (con un miglioramento vicino a un punto percentuale all'anno nel periodo 2021-23);
- il debito pubblico è visto, nel quadro programmatico, al 155,6% del PIL il prossimo anno, da 158% nel 2020; per gli anni successivi il Governo vede un graduale percorso discendente, fino al 151,5% nel 2023; l'obiettivo, molto ambizioso, è riportare il debito al di sotto del livello pre-COVID (intorno al 130%) entro la fine del decennio;
- **lo stimolo fiscale non verrà solo dall'impatto della manovra di bilancio, ma anche dall'uso delle risorse UE:** il nuovo quadro del Governo presuppone un utilizzo quasi completo delle risorse del programma "Next Generation UE" (205 miliardi di euro sull'orizzonte 2021-26, di cui 107,5 miliardi di euro nel 2021-23). Per il prossimo anno, il Governo si aspetta 10 miliardi di euro in sovvenzioni e 11 miliardi di euro in prestiti nell'ambito del Recovery Fund (cui si aggiungono ulteriori fondi da "React EU" e altri programmi) per oltre 25 miliardi di euro. Ciò significa che lo stimolo fiscale l'anno prossimo dovrebbe valere quasi 37 miliardi di euro, ovvero il 2,1% del PIL, di cui 11,7 miliardi finanziati dal Tesoro italiano, 11 miliardi di prestiti dall'UE e 14 miliardi di sovvenzioni. Negli anni successivi, le manovre in senso stretto avranno segno restrittivo, ma l'utilizzo dei fondi UE consentirà di mantenere un ampio stimolo fiscale per tutto l'orizzonte di previsione.

**Deficit/PIL: quadro programmatico e quadro tendenziale**



Fonte: NADEF 2020

**Debito/PIL: quadro programmatico e quadro tendenziale**



Fonte: NADEF 2020

## Il nuovo quadro di finanza pubblica incluso nella NADEF 2020

	NADEF (ottobre 2020)				DEF (aprile 2020)	
	2020	2021	2022	2023	2020	2021
<b>Quadro programmatico</b>						
PIL reale	-9.0%	6.0%	3.8%	2.5%	n/a	n/a
Deficit	10.8%	7.0%	4.7%	3.0%	10.4%	5.7%
Deficit strutturale*	6.4%	5.7%	4.7%	3.5%	n/a	n/a
Saldo primario	-7.3%	-3.7%	-1.6%	0.1%	-6.8%	-2.0%
Interessi	3.5%	3.3%	3.1%	3.1%	3.7%	3.7%
Debito	158.0%	155.6%	153.4%	151.5%	155.7%	152.7%
Deflatore del PIL	1.1%	0.8%	1.3%	1.2%	n/a	n/a
PIL nominale	-8.0%	6.8%	5.1%	3.7%	n/a	n/a
Occupazione (ULA)	-9.5%	5.4%	3.4%	2.2%	n/a	n/a
Occupazione (FL)	-1.9%	0.3%	1.7%	1.5%	n/a	n/a
Tasso di disoccupazione	9.5%	10.3%	9.5%	8.7%	n/a	n/a
Partire correnti	2.4%	2.5%	2.3%	2.2%	n/a	n/a
PIL nominale (miliardi di euro)	1,647	1,759	1,849	1,917	n/a	n/a
<b>Quadro tendenziale</b>						
PIL reale	-9.0%	5.1%	3.0%	1.8%	-8.0%	4.7%
Deficit	10.8%	5.7%	4.1%	3.3%	7.1%	4.2%
Deficit strutturale*	6.6%	4.2%	3.8%	3.2%	3.6%	3.0%
Saldo primario	-7.3%	-2.4%	-0.9%	-0.1%	-3.5%	-0.6%
Interessi	3.5%	3.3%	3.2%	3.2%	3.6%	3.6%
Debito	158.0%	155.8%	154.3%	154.1%	151.8%	147.5%
Deflatore del PIL	1.1%	0.7%	1.1%	1.0%	1.0%	1.4%
PIL nominale	-8.0%	5.8%	4.2%	2.8%	n/a	n/a
Occupazione (ULA)	-9.5%	5.0%	2.6%	1.7%	n/a	n/a
Occupazione (FL)	-1.9%	-0.2%	0.9%	0.9%	n/a	n/a
Tasso di disoccupazione	9.5%	10.7%	10.3%	9.8%	11.6%	11.0%
Partire correnti	2.4%	2.7%	2.8%	2.8%	3.0%	3.7%
PIL nominale (miliardi di euro)	1,647	1,742	1,815	1,865	n/a	n/a

Nota: partite correnti, saldo primario, deficit e debito sono espressi in percentuale del PIL. La disoccupazione è espressa come percentuale della forza lavoro. Gli altri indici sono variazioni percentuali a/a (\*) Il disavanzo strutturale è il disavanzo delle amministrazioni pubbliche esclusi gli effetti del ciclo economico e delle misure una tantum.  
Fonte: NADEF 2020

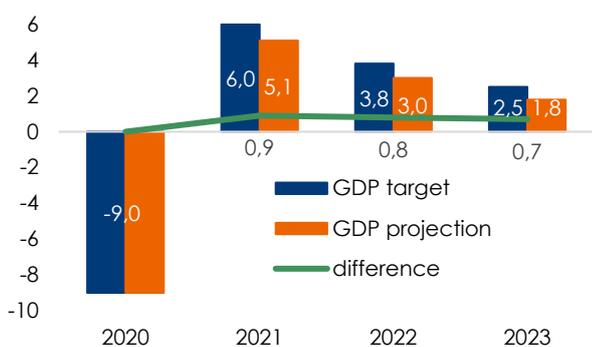
A nostro avviso, **la principale criticità del piano fiscale è che le proiezioni di finanza pubblica si basano su stime ottimistiche sulla crescita del PIL:**

- l'obiettivo del 6% di crescita del PIL nel 2021 è soggetto a **rischi al ribasso**: rispetto alle stime del DEF di aprile, il Governo ha alzato la previsione sul PIL del 3° trimestre (dal 9,6% a oltre il 13% t/t), ma ha rivisto decisamente al ribasso la stima sul 4° trimestre (da 3,8% a 0,4% t/t): vista la debole chiusura d'anno, è necessaria una significativa riaccelerazione all'inizio del 2021 per raggiungere una crescita media del 6% del PIL l'anno prossimo;
- lo stesso Governo ha incluso nella NADEF uno **scenario "avverso"**, che, in caso di recrudescenza dei contagi di COVID-19, con chiusure selettive e nuove misure di distanziamento sociale, vede il PIL in calo di -10,5% quest'anno e in ripresa l'anno prossimo di appena 1,8% nel quadro tendenziale o 2,7% nel quadro programmatico. In questo scenario, una significativa ripresa è in sostanza rimandata al 2022, con conseguenze sul percorso di finanza pubblica: l'indebitamento netto si attesterebbe all'11,5% quest'anno, al 7,8% l'anno prossimo e al 3,9% nel 2023, mentre il debito a fine periodo supererebbe di quattro punti percentuali il livello dello scenario-base, rimanendo al 158% nel 2023 (secondo i nostri calcoli, le conseguenze sulla finanza pubblica dello scenario avverso potrebbero essere anche più severe);
- **le stime inserite nella NADEF sulla crescita del PIL nel 2022 e 2023 appaiono ottimistiche**, sia nel quadro programmatico (3,8% e 2,5%, rispettivamente) che in quello tendenziale (3% e 1,8%); d'altronde, l'ottimismo sulla crescita sembra essere una condizione necessaria per prospettare una significativa riduzione del rapporto debito/PIL, che tornerebbe a salire nel 2022 qualora la crescita fosse meno disallineata rispetto al PIL potenziale dell'Italia (nel nostro

scenario, la crescita del PIL nominale nel 2022 potrebbe tornare al di sotto del costo del debito, a poco più del 2%, innescando un nuovo aumento del rapporto debito/PIL dal 2022);

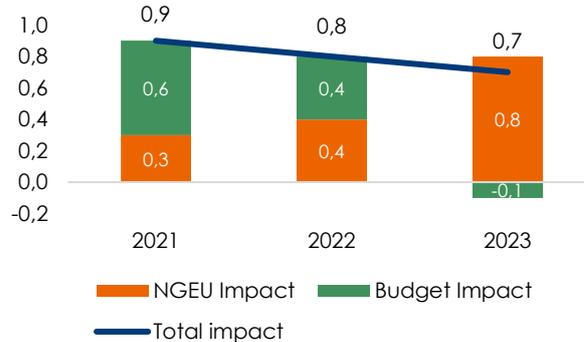
- **la sovrastima della crescita del PIL, in particolare nel 2022-23, deriva in parte da stime forse ottimistiche sulla quantità di risorse in arrivo dalla UE.** Non è affatto certo che l'Italia sarà in grado di ricevere fino a 25 miliardi di euro nel 2021, o oltre 100 miliardi di euro nel 2021-23, o oltre 200 miliardi di euro nel 2021-26. Queste stime potrebbero dimostrarsi ottimistiche a causa dei vincoli di capacità e della difficoltà di attivare in tempi rapidi livelli significativi di investimenti pubblici (d'altronde, in passato, il track record dell'Italia nell'utilizzo dei fondi UE è stato non particolarmente soddisfacente);
- a nostro avviso, il quadro programmatico del Governo include anche **stime favorevoli nei moltiplicatori fiscali impliciti, in parte per quanto riguarda l'effetto di "Next Generation EU"**, ma solo per la parte finale dell'orizzonte di previsione (il moltiplicatore fiscale implicito per il 2021 non è particolarmente elevato, a 0,4; rispetto alle nostre stime, l'impatto previsto dal Governo è più basso nella parte iniziale dell'orizzonte di previsione, e più marcato nel 2023, il che potrebbe essere dovuto a possibili ritardi nei pagamenti o nell'attuazione dei programmi di investimento, o a ritardi nell'attivazione degli effetti positivi indiretti) **e, in misura maggiore, per le misure che incidono sul deficit:** i moltiplicatori fiscali sono relativamente alti per gli interventi espansivi (0,7 nel 2022) e relativamente bassi per le manovre restrittive (0,3 nel 2023); di conseguenza, la stima del Governo sull'impatto delle misure di policy nel 2023 appare ottimistica (moltiplicatore fiscale implicito: 0,7);
- in questa fase, **non c'è sufficiente evidenza per affermare che "Next Generation EU" possa avere un impatto permanente sul PIL** potenziale dell'Italia (il Governo stima tale impatto nell'intervallo 0,2-0,5% del PIL). Dipenderà dall'efficienza e dall'efficacia della spesa aggiuntiva; soprattutto, l'effetto potrebbe essere permanente solo se l'Italia sfrutterà questa opportunità per attuare riforme strutturali (riforma fiscale, della giustizia, della pubblica amministrazione, del sistema educativo); il Governo ha espresso intenzioni incoraggianti al riguardo, ma non sono ancora disponibili piani dettagliati del programma di riforme per assumere un impatto positivo sul PIL nel medio/lungo periodo.

**Il Governo si aspetta un impatto significativo delle misure di policy sulla crescita del PIL**



Fonte: NADEF 2020

**L'impatto deriva non solo dalle misure di bilancio, ma anche dagli effetti di "Next Generation EU"**

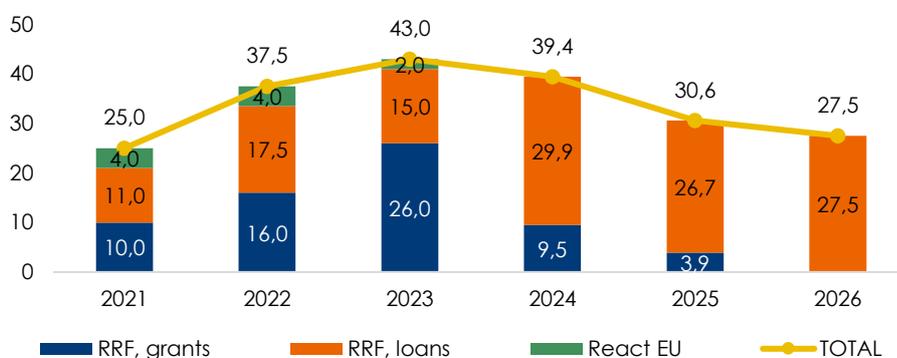


Fonte: NADEF 2020

C'è anche da sottolineare che **le misure di policy (al netto delle sovvenzioni dalla UE, che non incidono sui saldi di finanza pubblica) peseranno su deficit e debito non solo nel 2021 ma anche nel 2022.** I principali interventi che saranno inclusi nel "Piano nazionale di ripresa e resilienza" dell'Italia sono: sostegno dei lavoratori e dei settori produttivi più colpiti per tutta la durata della crisi da COVID-19; rilancio degli investimenti attraverso le risorse messe a disposizione dal programma "Next Generation EU"; riforma fiscale con l'obiettivo di migliorare l'equità, l'efficienza e la trasparenza del sistema tributario riducendo anche il carico fiscale sui redditi medi e bassi (coordinata con l'introduzione di un assegno universale per i figli). **La nostra stima preliminare sull'impatto di "NGEU" sulla crescita del PIL nei prossimi tre anni è dello 0,5% nel 2021**

**e 2022 e dello 0,3% nel 2023** (contro lo 0,3% nel 2021, 0,4% nel 2022 e 0,8% nel 2023 stimati dal Governo). Ritardi di esecuzione possono spostare l'impatto sulla parte finale del triennio.

#### Ripartizione temporale dell'utilizzo fondi da Recovery Plan UE secondo il Governo italiano



Nota: il totale è la somma delle risorse di RRF e React EU (203 miliardi di euro nel 2021-26); il Governo italiano prevede inoltre di ricevere fondi da altri programmi, che portano l'ammontare complessivo a 205 miliardi di euro.  
Fonte: NADEF 2020

In sintesi, la NADEF non appare a nostro avviso pienamente convincente nel disegnare uno scenario credibile di ritorno alla disciplina fiscale in futuro, soprattutto perché **le proiezioni sul debito pubblico si basano su un eccessivo ottimismo sulla crescita del PIL**, in particolare nel 2022-23. Tuttavia, poiché le regole fiscali sono sostanzialmente sospese, e dato il sostegno al rifinanziamento del debito proveniente non solo dai nuovi programmi UE ma, in misura decisiva, dagli acquisti BCE, **non ci aspettiamo conseguenze negative sul rischio-Paese dell'Italia**, almeno nel breve/medio termine (2-3 anni?). Entro la metà di ottobre, il Governo dovrà inviare il Documento Programmatico di Bilancio a Bruxelles, e presentare il testo completo della Legge di Bilancio che dovrà pervenire al Parlamento entro il 20 ottobre.

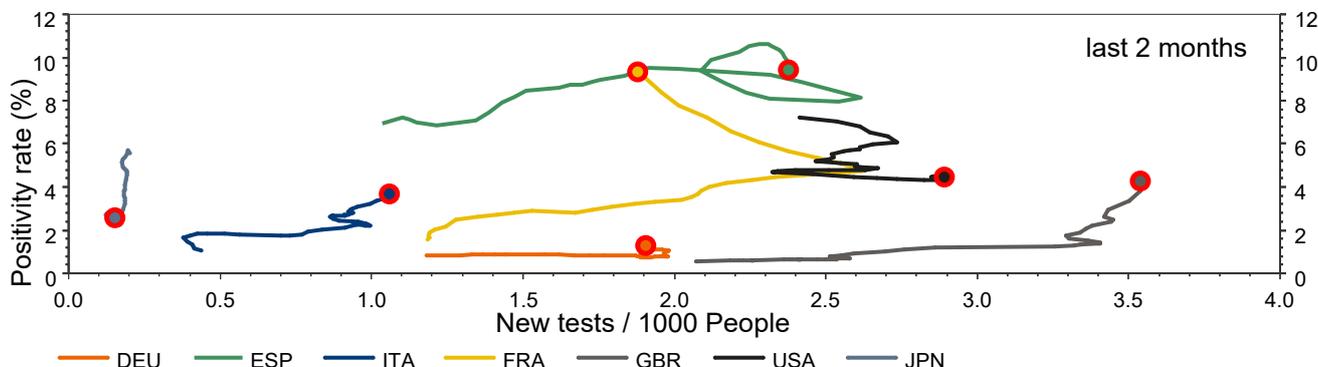
#### Misure di politica fiscale attese nel 2021-23 (inclusi gli interventi finanziati dalla UE)

	2021	2022	2023
<b>Pacchetto fiscale totale (miliardi)</b> , di cui:	36.7	31.1	20.3
Misure che impattano sul deficit, di cui:	22.7	11.1	-7.7
- finanziate dal Tesoro	11.7	-6.4	-22.7
- coperte con prestiti UE	11.0	17.5	15.0
Sovvenzioni UE	14.0	20.0	28.0
<b>Pacchetto fiscale totale (% del PIL)</b> , di cui:	2.1	1.7	1.1
Misure che impattano sul deficit, di cui:	1.3	0.6	-0.4
- finanziate dal Tesoro	0.7	-0.3	-1.2
- coperte con prestiti UE	0.6	0.9	0.8
Sovvenzioni UE	0.8	1.1	1.5
<b>Impatto sulla crescita % del PIL</b> , di cui:	0.9	0.8	0.7
Misure che impattano sul deficit	0.6	0.4	-0.1
Sovvenzioni UE	0.3	0.4	0.8
<b>Moltiplicatore fiscale implicito</b> , di cui:	0.4	0.5	0.7
Misure che impattano sul deficit	0.5	0.7	0.3
Sovvenzioni UE*	0.4	0.4	0.5

\* Nota: questo moltiplicatore è stimato utilizzando i dati cumulati sulle sovvenzioni dell'UE, non sulle sovvenzioni aggiuntive. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati NADEF 2020

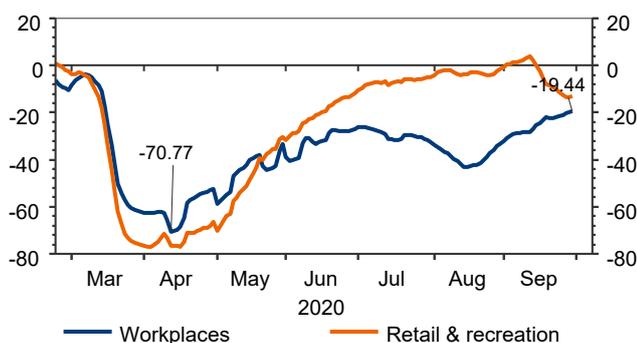
## Monitor dell'impatto COVID

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



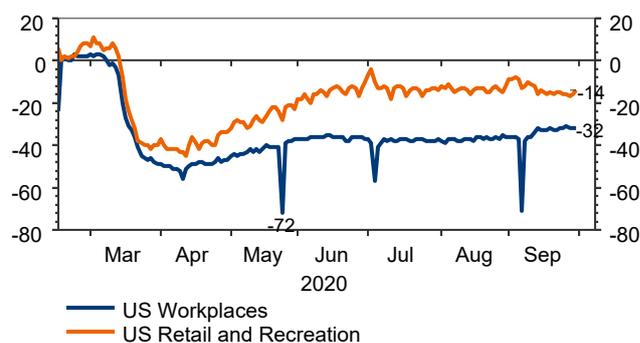
Fonte: Our World in Data

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



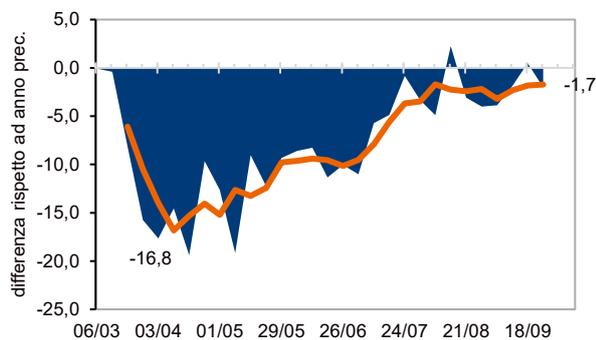
Nota: aggiornamento di "Retail and Recreation" sospeso dalla fonte per un miglioramento della modalità di calcolo. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti - indici di mobilità



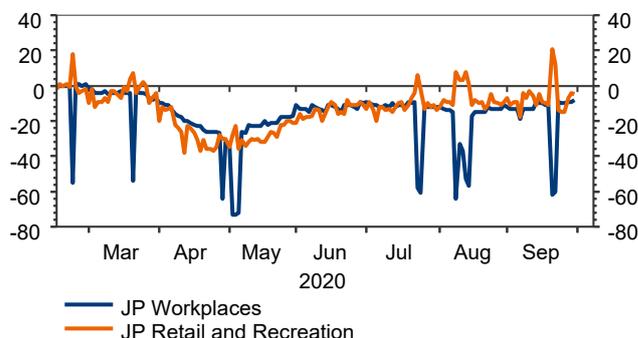
Nota: aggiornamento di "Retail and Recreation" sospeso dalla fonte per un miglioramento della modalità di calcolo. Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

### 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**, la settimana è povera di indicatori congiunturali. Lo ZEW tedesco, primo indice di fiducia relativo al mese di ottobre, dovrebbe vedere una correzione dopo gli ampi miglioramenti dei mesi precedenti. La produzione industriale nell'Eurozona mostrerà un rallentamento su base congiunturale ad agosto. La seconda lettura dei dati di inflazione di settembre dovrebbe confermare la flessione vista nella prima stima. Entro giovedì, i governi dovranno inviare alla Commissione i Documenti Programmatici di Bilancio, che mostreranno un'intonazione significativamente espansiva della politica fiscale anche nel 2021.

La settimana ha molti dati di rilievo in uscita negli **Stati Uniti**. Le prime indagini del settore manifatturiero a ottobre dovrebbero confermare uno scenario moderatamente espansivo per i mesi autunnali. La fiducia dei consumatori a ottobre dovrebbe confermare la stabilizzazione su livelli inferiori a quelli di febbraio ma coerenti con un andamento positivo dei consumi. La produzione industriale a settembre è prevista in forte rialzo, guidato da un settore manifatturiero robusto, alla luce dei dati dell'employment report su ore lavorate e occupati. Gli indici dei prezzi al consumo e alla produzione dovrebbero registrare una normalizzazione delle variazioni mensili, intorno a 0,2% m/m sia per gli indici headline sia per quelli core.

### Martedì 13 ottobre

#### Area euro

- **Germania.** La **stima finale** dai Länder dovrebbe confermare che i **prezzi al consumo** sono calati di due decimi sull'indice nazionale e di quattro sull'armonizzato a settembre. L'inflazione annua dovrebbe essere confermata in territorio negativo a -0,2% sull'indice nazionale e a -0,4% su quello armonizzato. L'inflazione è attesa in ulteriore rallentamento nei prossimi mesi.
- **Germania.** A ottobre l'indice **ZEW** potrebbe correggere dopo l'ampio miglioramento di settembre. L'indice sulle attese è visto a 74,4 da 77,4 precedente, mentre la situazione corrente è attesa a -76,1 da -66,2. L'indice sulle aspettative, piuttosto volatile, risulta attualmente superiore di oltre una deviazione standard rispetto alla media storica.

#### Stati Uniti

- Il **CPI** a settembre è previsto in aumento di 0,2% m/m (1,4% a/a), dopo 0,4% m/m. Il **CPI core** dovrebbe registrare un incremento di 0,2% m/m dopo 0,4% m/m di agosto. Ad agosto il rialzo dei prezzi era stato trainato dal comparto dei beni core (+1% m/m), con un contributo del 40% da parte delle auto usate, ma con incrementi diffusi anche all'abitazione, ai servizi ricreativi, all'abbigliamento e all'arredamento. A settembre, la dinamica dei beni core dovrebbe registrare maggiore moderazione, soprattutto per le auto usate, ma restare al di sopra della media pre-COVID, anche per via dello spostamento di domanda di consumi dai servizi ai beni e per i colli di bottiglia all'offerta in alcuni comparti (per esempio, auto usate). Fino alla primavera 2021, l'inflazione core dovrebbe restare sotto il 2%, per poi registrare un periodo di over-shooting transitorio nei mesi centrali dell'anno.

### Mercoledì 14 ottobre

#### Area euro

- **Area euro.** La **produzione industriale** dovrebbe rallentare bruscamente ad agosto, come segnalato dalle indagini congiunturali: l'indice potrebbe far segnare un +0,6% m/m dopo il +4,1% di luglio. La variazione annua è vista rimanere in territorio ampiamente negativo, a -7,2% da -7,8% di luglio. La contrazione per l'intero 2020 dovrebbe attestarsi a -9,6%.

## Stati Uniti

- Il **PPI** a settembre è atteso in rialzo di 0,2% m/m, sia per l'indice headline sia per quello core. Un elemento rilevante per le previsioni del deflatore dei consumi sarà la dinamica delle tariffe dei servizi sanitari, che si trasferisce sui prezzi al consumo e negli ultimi mesi ha seguito un trend in rialzo, contribuendo alla ripresa rapida dell'inflazione core.

## Giovedì 15 ottobre

### Area euro

- **Francia.** La stima finale dovrebbe confermare che a settembre l'**inflazione** è rallentata a 0,1% sull'indice nazionale e a zero sull'armonizzato. I prezzi dovrebbero essere confermati in calo nel mese di mezzo punto sull'indice nazionale e di -0,6% m/m sull'armonizzato. L'inflazione è attesa in ulteriore calo nei prossimi mesi.
- **Italia.** Il Governo è atteso inviare alla Commissione UE il **Documento Programmatico di Bilancio** che presenterà le linee guida della manovra 2021, nel solco tracciato dal quadro programmatico della Nota di Aggiornamento al DEF. La Legge di Bilancio dovrebbe contenere interventi espansivi netti per circa 37 miliardi (pari a oltre due punti di PIL), ma l'impatto sul disavanzo sarà limitato a meno di 23 miliardi (l'1,3% del PIL) grazie all'utilizzo dei primi fondi provenienti dal Recovery Fund.

### Stati Uniti

- L'indice **Empire della NY Fed** dovrebbe correggere a 14 a ottobre, da 17 di settembre. Le indagini del manifatturiero sono state complessivamente positive a settembre, con indicazioni di espansione e di riduzione dei colli di bottiglia che avevano frenato la produzione. I dati degli ordini sono solidi, al di sopra dei livelli di febbraio, e puntano a espansione dell'attività nel manifatturiero in autunno. Lo spaccato dell'indagine dovrebbe confermare questo quadro, sia per gli ordini sia per l'occupazione e per il fatturato. Sarà importante vedere le indicazioni delle aspettative a sei mesi e rilevare se la crescente incertezza politica e il blocco delle trattative su un nuovo pacchetto fiscale modificano lo scenario delle imprese per i prossimi trimestri.
- L'indice della **Philadelphia Fed** a ottobre è previsto a 15,5, da 15 di settembre. L'indice da giugno fluttua in un intervallo relativamente contenuto e segnala espansione dell'attività. A ottobre ci dovrebbero essere conferme, analoghe a quelle previste per l'indice Empire, di ulteriore crescita nel manifatturiero e di rialzo di ordini e occupazione. L'incertezza per il periodo preelettorale potrebbe però pesare sulla valutazione delle imprese per l'evoluzione dei prossimi trimestri.

## Venerdì 16 ottobre

### Area euro

- **Area euro.** La **stima finale dell'inflazione** a settembre dovrebbe confermare il calo registrato nella prima lettura, a -0,3% a/a da -0,2% a/a precedente. L'indice core BCE (al netto di alimentari ed energia) dovrebbe essere rivisto al rialzo di un decimo rispetto al dato preliminare, a 0,5% a/a da 0,6% di agosto. I prezzi dovrebbero essere confermati in aumento di un decimo nel mese, dopo il -0,4% m/m di agosto, nonostante il calo atteso per l'energia (-0,4% m/m e -8,2% a/a, in linea con la stima preliminare). Vediamo un rialzo dell'inflazione verso l'1% medio nel 2021, dopo lo 0,3% atteso per quest'anno, ma i rischi sono al ribasso.
- **Italia.** La **seconda lettura dei dati sui prezzi al consumo** di settembre dovrebbe confermare la prima stima, con un'inflazione annua stabile a -0,5% sul NIC e in calo a -0,9% sull'indice armonizzato UE (con listini in calo di sei decimi nel mese sull'indice domestico, e in aumento di un punto sull'IPCA). Anche l'inflazione core (sull'indice domestico) dovrebbe essere confermata, a +0,1% da +0,3% di agosto. A ottobre, dovrebbe ricomporsi il gap tra indice domestico e armonizzato, dovuto al rinvio dei saldi estivi. Inoltre, i rincari a due cifre delle tariffe su elettricità e gas (+15,6% e +11,4%) dovrebbero favorire una lieve risalita

dell'inflazione, che tuttavia è attesa rimanere in territorio negativo sino alla prossima primavera.

### Stati Uniti

- Le **vendite al dettaglio** di settembre sono attese in aumento di 0,8% m/m, dopo 0,6% m/m di agosto. Anche al netto delle auto, le vendite dovrebbero segnare un solido rialzo, di 0,8% m/m. Le vendite di auto hanno registrato un balzo di 7,6% m/m a settembre, e dovrebbe esserci ancora un sostegno dai prezzi delle auto usate, in forte aumento nel periodo post-pandemico. Le vendite settimanali, dopo qualche segnale di debolezza a fine agosto, hanno ripreso a crescere e i materiali da costruzione dovrebbero dare ancora un forte sostegno all'aggregato totale, alla luce dell'andamento sempre molto positivo della spesa in costruzioni e del settore immobiliare residenziale. I dati dovrebbero confermare il mantenimento del livello delle vendite del 3° trimestre al di sopra di quello di febbraio, con indicazioni solide per i consumi del 3° trimestre.
- La **produzione industriale** a settembre è prevista in solido aumento, +1% m/m, dopo 0,4% m/m di agosto. Anche nel manifatturiero l'output dovrebbe essere in rialzo robusto, +0,9% m/m, dopo 1% m/m ad agosto. L'employment report ha registrato un incremento di 66 mila occupati e di 0,4% m/m per le ore lavorate nel settore, con indicazioni di espansione solida dell'attività, in linea anche con i segnali delle indagini. Nell'estrattivo, lo scorso mese gli occupati sono aumentati di 1000 unità, dopo -7500 di agosto, in concomitanza con un rilevante incremento del prezzo del petrolio e delle trivelle in attività. Infine, anche le utility dovrebbero segnare un marginale rialzo. Il livello della produzione industriale rimarrebbe ancora ampiamente al di sotto di quello di febbraio, ma il gap si è chiuso a ritmi più rapidi negli ultimi mesi.
- La **fiducia dei consumatori** rilevata dall'Univ. of Michigan a ottobre (prel.) dovrebbe essere poco variata a 81, da 80,4 di settembre, sulla scia di fattori misti: blocco dei negoziati per un nuovo pacchetto fiscale, malattia di Trump e tensioni politiche in aumento, dovrebbero avere effetti restrittivi, mentre il miglioramento del mercato del lavoro dovrebbe sostenere la fiducia, come evidenziato anche da altri indici.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (12-16 ottobre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo
Lun 12/10	01:50	GIA	Ordinativi di macchinari m/m		ago	6.3	%	-1.0
	04:00	CN	Finanza sociale aggregata (flusso)	*	set	3580	Mld ¥ CN	3150
Mar 13/10	00:00	CN	M2 a/a	*	set	10.4	%	10.4
	00:00	CN	Nuovi prestiti bancari (flusso)	*	set	1280	Mld ¥ CN	1700
	08:00	GER	IPCA m/m finale	*	set	prel -0.4	%	-0.4
	08:00	GER	CPI (Lander) a/a finale		set	prel -0.2	%	-0.2
	08:00	GER	IPCA a/a finale		set	prel -0.4	%	-0.4
	08:00	GER	CPI (Lander) m/m finale	*	set	prel -0.2	%	-0.2
	08:00	GB	Retribuzioni medie		ago	-1.0	%	
	08:00	GB	Tasso di disoccupazione ILO		ago	4.1	%	4.3
	11:00	GER	ZEW (Sit. corrente)		ott	-66.2		-76.1
	11:00	GER	ZEW (Sentiment econ.)	**	ott	77.4		70
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) a/a		set	1.7	%	
	14:30	USA	CPI a/a		set	1.3	%	1.4
	14:30	USA	CPI (escluso alimentari, energia) m/m	**	set	0.4	%	0.2
	14:30	USA	CPI m/m	*	set	0.4	%	0.2
Mer 14/10	00:00	CN	Importazioni in USD a/a	*	set	-2.1	%	0.0
	00:00	CN	Esportazioni in USD a/a	*	set	9.5	%	10.0
	00:00	CN	Bilancia commerciale USD	*	set	58.90	Mld \$	59.95
	06:30	GIA	Produzione industriale m/m finale		ago	prel 1.7	%	
	09:00	SPA	IPCA a/a finale		set	prel -0.6	%	
	11:00	EUR	Produzione industriale m/m	**	ago	4.1	%	0.4
	14:30	USA	PPI (escl. alimentari, energia) m/m	*	set	0.4	%	0.2
	14:30	USA	PPI m/m	*	set	0.3	%	0.2
Gio 15/10	03:30	CN	CPI a/a	*	set	2.4	%	1.8
	03:30	CN	CPI m/m		set	0.4	%	
	03:30	CN	PPI a/a	*	set	-2.0	%	-1.9
	08:45	FRA	CPI m/m Ex Tob	*	set	-0.1	%	
	08:45	FRA	IPCA m/m finale	*	set	prel -0.6	%	-0.6
	08:45	FRA	IPCA a/a finale		set	prel 0.0	%	0.0
	10:00	ITA	Fatturato industriale a/a		ago	-8.1	%	
	10:00	ITA	Fatturato industriale m/m		ago	8.1	%	
	10:00	ITA	Ordini all'industria a/a		ago	-7.2	%	
	10:00	ITA	Ordini all'industria m/m		ago	3.7	%	
	14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	840	x1000	
	14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	11.0	Mln	
	14:30	USA	Prezzi all'import m/m		set	0.9	%	0.4
	14:30	USA	Indice Empire Manufacturing	*	ott	17.0		16.5
14:30	USA	Indice Philadelphia Fed	*	ott	15.0		15.5	
Ven 16/10	10:00	ITA	Prezzi al consumo m/m finale	*	set	prel -0.6	%	-0.6
	10:00	ITA	Prezzi al consumo a/a finale		set	prel -0.5	%	-0.5
	10:00	ITA	IPCA a/a finale		set	prel -0.9	%	-0.9
	10:00	ITA	IPCA m/m finale	*	set	prel 1.0	%	1.0
	11:00	ITA	Bilancia commerciale (totale)		ago	9.7	Mld €	
	11:00	ITA	Bilancia commerciale (EU)		ago	3.0	Mld €	
	11:00	EUR	CPI a/a finale	*	set	prel -0.3	%	-0.3
	11:00	EUR	CPI m/m finale	*	set	prel 0.1	%	0.1
	11:00	EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale		set	prel 0.4	%	0.5
	14:30	USA	Vendite al dettaglio m/m	**	set	0.6	%	0.5
	14:30	USA	Vendite al dettaglio ex-auto m/m	**	set	0.7	%	0.5
	15:15	USA	Produzione industriale m/m		set	0.4	%	0.4
	15:15	USA	Impiego capacità produttiva		set	71.4	%	71.8
	16:00	USA	Scorte delle imprese m/m		ago	0.1	%	0.4
16:00	USA	Fiducia famiglie (Michigan) prelim		ott	80.4		81.0	
22:00	USA	Acquisti netti att. finanziarie (I/term.)		ago	10.8	Mld \$		

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 (12-16 ottobre)**

Data	Ora	Paese	* Evento	
Lun 12/10	10:45	EUR	Intervento di Schnabel (BCE) a panel su coordinamento politiche economiche	
	16:00	GB	Discorso di Haskel (BoE)	
	17:00	EUR	Q&A con De Guindos a conferenza annuale IIF	
	18:00	GB	* Discorso di Bailey (BoE)	
	18:45	EUR	Presentazione di Panetta (BCE) su monete digitali a parlamento europeo	
Mer 14/10	14:00	EUR	Discorso di Lane (BCE)	
	15:00	USA	Discorso di Clarida (Fed)	
	15:00	GB	Discorso di Haldane (BoE)	
	16:00	EUR	Discorso di Villeroy (BCE)	
	16:30	USA	Discorso di Quarles (Fed)	
	21:00	USA	Discorso di Kaplan e Quarles (Fed)	
Gio 15/10	00:00	USA	Discorso di Kaplan (Fed)	
	15:00	GB	Discorso di Cunliffe (BoE)	
	15:00	USA	Discorso di Bostic (Fed)	
	17:00	USA	Discorso di Quarles (Fed)	
	17:00	USA	Discorso di Kaplan (Fed)	
	18:00	EUR	Lagarde (BCE) parla a dibattito sull'economia mondiale	
	23:00	USA	Discorso di Kashkari (Fed)	
	--	EUR	* Scadenza per l'invio dei Documenti Programmatici di Bilancio alla Commissione UE	
	15/10 - 16/10	--	UE	* Consiglio europeo
	Ven 16/10	15:00	ITA	* Banca d'Italia: pubblicazione del Bollettino Economico trimestrale
--		GB	Moody's si pronuncia sul rating del debito sovrano del Regno Unito	
--		FRA	DBRS si pronuncia sul rating del debito sovrano della Francia	

Note: (\*\*) molto importante; (\*) importante

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo	
Markit PMI Composito finale	set	54.4		54.3	
Markit PMI Servizi finale	set	54.6		54.6	
Indice ISM non manifatturiero composito	set	56.9	56.3	57.8	
Bilancia commerciale	ago	-63.4 ( <del>-63.6</del> )	Mld \$	-66.1	-67.1
Richieste di sussidio	settim	849 ( <del>837</del> )	x1000	820	840
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	11.979 ( <del>11.767</del> )	Mln	11.400	10.976

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

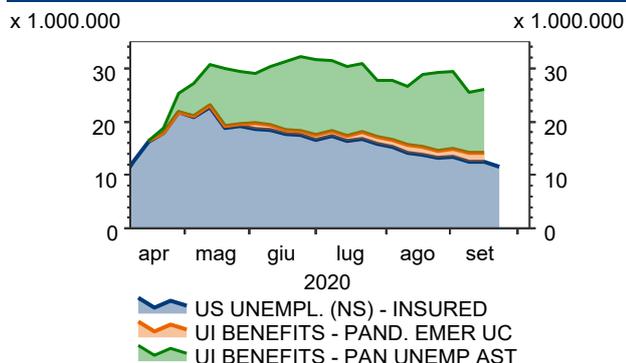
Fonte: Refinitiv Datastream

L'**ISM servizi** a settembre aumenta a 57,8, da 56,9 di agosto, contro aspettative di mercato di un modesto calo, con segnali di espansione per il quarto mese consecutivo. Lo spaccato dell'indagine è positivo, con l'indice di attività a 63, gli ordini in forte rialzo a 61,5, l'occupazione a 51,8 (primo dato sopra 50 da febbraio) e i tempi di consegna a 54,9. I partecipanti all'indagine danno commenti generalmente ottimistici sulle condizioni di attività e dell'economia, pur rilevando l'ampio livello di incertezza dovuto all'evoluzione sanitaria e preoccupazione in alcuni segmenti collegati ai servizi aggregativi. Le imprese riportano ancora problemi di capacità produttiva e di logistica, rilevanti ora man mano che i volumi aumentano. Su 17 settori, 16 sono in espansione, mentre è in contrazione solo il settore dei servizi professionali. Il direttore dell'indagine riporta che un livello dell'indice composito a 57,8 corrisponderebbe a una crescita del 3,2% ann. sulla base della relazione storica fra l'indice e la dinamica del PIL, non molto distante da quello che ci aspettiamo per il PIL del 4° trimestre.

Il **deficit commerciale** ad agosto aumenta a -67,1 mld, da -63,4 di luglio, e tocca il massimo dal 2006. Le importazioni sono in rialzo di 3,2% m/m, mentre l'export cresce di 2,2% m/m. Il saldo al netto del petrolio è anche più ampio, a -68,6. Il deficit dei beni è in allargamento di 3,1 mld a -83,9, mentre l'avanzo per i servizi si riduce a 16,8 mld da 17,4 mld di luglio, con un rialzo delle importazioni di servizi di viaggio, a fronte di una stagnazione dell'export nel comparto. Le importazioni, spinte dalla ripresa solida della produzione nel manifatturiero, sono inferiori del 3% rispetto a febbraio, mentre dal lato delle esportazioni il differenziale rimane a due cifre (-18% rispetto al livello pre-pandemia). In termini reali l'ampliamento del deficit punta a un contributo negativo alla crescita del 3° trimestre di circa 3 pp.

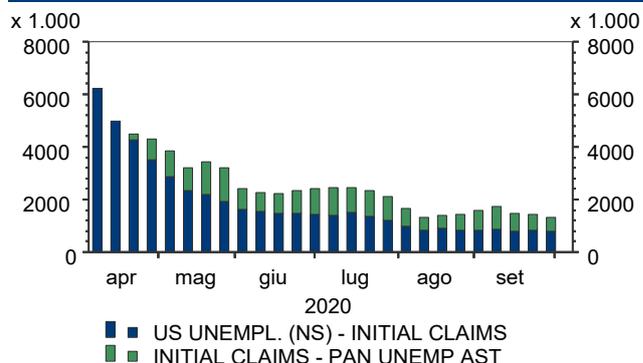
Le **nuove richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 3 ottobre calano a 840 mila da 849 mila della settimana precedente. Le nuove richieste non stagionalizzate a inizio ottobre erano pari a 804 mila, in rialzo di 5237 rispetto alla settimana precedente. I **sussidi statali esistenti** nella settimana conclusa il 26 settembre correggono a 10,973 mln (-1 mln) dalla settimana precedente. Su base non stagionalizzata, i sussidi esistenti al 26 settembre erano 10,612 mln. **Il numero totale di persone che percepivano sussidi nella settimana conclusa il 15 settembre era pari a 25,5 mln**, in calo di 1 mln rispetto alla prima settimana di settembre. I dati confermano il rallentamento del trend di miglioramento del mercato del lavoro, ma sono anche di difficile lettura perché il trend dei sussidi statali esistenti è ora influenzato dall'esaurimento dei fondi statali disponibili per i disoccupati (una volta raggiunte le 26 settimane). Un calo dei sussidi statali potrebbe esser accompagnato da aumenti dell'utilizzo dei programmi federali per la pandemia.

### Sussidi esistenti (statali+federali) ancora intorno a 25 mln a metà settembre



Fonte: Refinitiv Datastream

### Nuove richieste di sussidi (non dest.) poco variate



Fonte: Refinitiv Datastream

### Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Consumi delle famiglie a/a	ago	-7.6	%	-6.9

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Refinitiv Datastream

### Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	PMI servizi finale	set	47.6	47.6	48.0
EUR	PMI composito finale	set	50.1	50.1	50.4
EUR	Vendite al dettaglio m/m	ago	-1.8 (-1.3)	%	2.4 +4.4
FRA	PMI servizi finale	set	47.5	47.5	47.5
FRA	Produzione industriale m/m	ago	3.8	%	1.7 +1.3
GER	PMI servizi finale	set	49.1	49.1	50.6
GER	Ordini all'industria m/m	ago	3.3	%	2.6 4.5
GER	Produzione industriale m/m	ago	1.4 (-1.2)	%	1.5 -0.2
GER	Bilancia commerciale destag.	ago	18.0	Mld €	18.2 15.7
ITA	PMI servizi	set	47.1	46.6	48.8
ITA	Vendite al dettaglio a/a	ago	-7.1 (-7.20)	%	+0.8
ITA	Produzione industriale m/m	ago	7.0 (7.4)	%	1.3 7.7
SPA	Produzione industriale a/a	ago	-6.2 (-6.4)	%	-5.7 -5.7

Nella colonna "precedente" in parentesi il dato antecedente la revisione

Fonte: Refinitiv Datastream

**Area euro.** Nel 2° trimestre 2020, i **prezzi degli immobili residenziali** sono cresciuti del 5,0% a/a e 1,7% t/t, rallentando marginalmente rispetto al primo trimestre su base tendenziale (5,1% a/a) ma non congiunturale. Gli incrementi trimestrali più robusti si sono registrati in Lussemburgo (4,4% t/t) e Italia (3,1% t/t). L'attendibilità della rilevazione è inferiore al solito in quanto il trimestre è stato fortemente condizionato dalle misure di confinamento adottate da molti Stati.

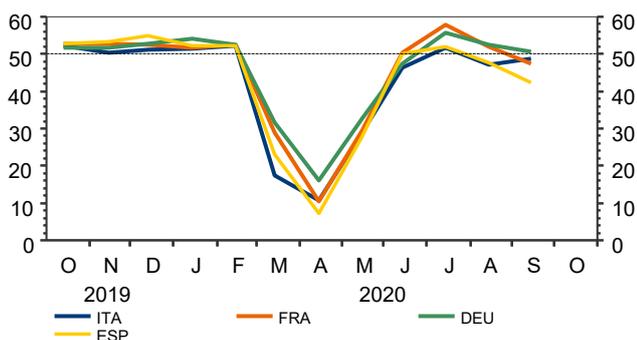
**Area euro.** Le **vendite al dettaglio** di agosto hanno segnato un robusto rimbalzo del +4,4% m/m, dopo il -1,8% m/m (rivisto al ribasso da -1,3% m/m) precedente. L'aumento è marcato per i beni non alimentari (+6,1% m/m), in particolare per le vendite per corrispondenza e via internet (+12,4%) ed il tessile, l'abbigliamento e le calzature (+7,7% m/m), e meno forte per gli alimentari, le bevande ed il tabacco (+2,4% m/m), ed il carburante per autotrazione (+2,1% m/m). Lo spaccato per Paese vede la Francia (+6,2% m/m) collocarsi al di sopra della media dell'Eurozona, mentre la Germania (+3,1% m/m) e la Spagna (+1,5% m/m) registrano una crescita più debole. Sull'anno, le vendite sono cresciute del +4,0% a/a dal +0,2% a/a (rivisto al ribasso da

+0,6% a/a) di luglio. Nei prossimi mesi i consumi dovrebbero mantenersi sopra i livelli pre-COVID, anche se permangono rischi al ribasso.

**Area euro.** Il dato finale del **PMI servizi** è stato rivisto al rialzo di quattro decimi rispetto alla stima flash, a 48,0. L'indice si colloca in territorio recessivo dopo i 50,5 punti di agosto. Peggiorano i nuovi affari (a 48,1) ma migliora l'occupazione, che fa registrare una contrazione più lenta rispetto ai mesi precedenti. Le aspettative restano ancorate in territorio fortemente espansivo (59,3 da 56,5 precedente): da giugno, si registra ottimismo nella maggior parte delle imprese coinvolte nell'indagine. Non c'è alcuna evidenza di pressioni inflattive diffuse: al contrario, aggregando manifatturiero e servizi emerge una lieve tendenza all'aumento dei prezzi di *input* (52,3) ed un calo dei prezzi di *output* (47,8). Il **PMI composito**, rivisto al rialzo di tre decimi dalla stima flash ma in calo dal 51,9 di agosto, a 50,4, è coerente con un'espansione solamente marginale dell'economia dell'Eurozona, guidata esclusivamente dalla forte crescita del settore manifatturiero.

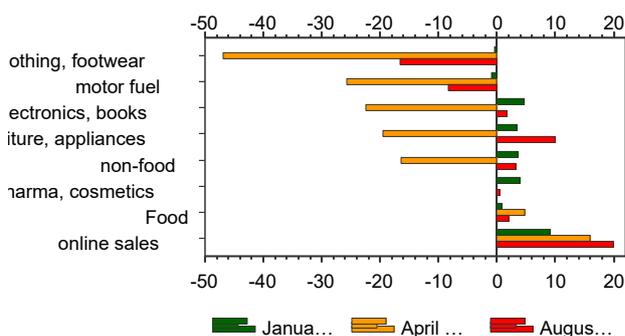
Lo **spaccato per Paese** ha visto il PMI servizi francese confermare il calo registrato dalla stima flash, a 47,5 da 51,5 precedente. L'indice composito resta in territorio recessivo, a 48,5 da 51,6 di agosto: le indicazioni riflettono il timore di una risalita della curva dei contagi. L'indice dei servizi è crollato da 47,7 a 42,4 in **Spagna**, fornendo il primo segnale concreto di ripercussioni economiche negative legate alla seconda ondata epidemica. In **Germania**, il PMI dei servizi è stato rivisto al rialzo a 50,6 da 49,1 della stima flash, ma rimane più basso del valore registrato in agosto (52,5). Di conseguenza, l'indice composito della Germania è passato a 54,7 da 53,7 della stima flash e 54,4 di agosto: il dato è coerente con una robusta espansione dell'economia. La prima lettura del PMI servizi per l'**Italia** ha segnato un miglioramento a 48,8 da 47,1 di agosto. L'indice delle aspettative resta su valori molto alti (68,2): è aumentata lievemente l'occupazione (a 47,5 da 47,3), pur restando su valori depressi. L'indice composito è passato a 50,4 da 49,5 precedente. L'indagine congiunturale di settembre segnala un'Eurozona a due velocità: alla forte performance dell'economia tedesca si contrappone una ripresa debole ed incerta negli altri grandi Paesi.

#### PMI servizi: Francia e Spagna iniziano a soffrire gli effetti della seconda ondata



Fonte: IHS Markit

#### Area euro: vendite al dettaglio in ripresa. Il boom dell'e-commerce si consolida (variazioni % a/a di medie trimestrali)



Fonte: Eurostat

**Area euro.** L'indicatore Eurostat di **debolezza del mercato del lavoro** nell'UE, che include tutte le persone con domanda insoddisfatta di occupazione, è cresciuto di 1,2% t/t a 29,6 milioni nel 2° trimestre 2020, pari al 14,0% della forza lavoro. I livelli più alti sono in Spagna (25,0%), Grecia (24,8%) e Italia (23,6%). Per confronto, il calo dell'occupazione totale è stimato in -1,0% t/t. Le assenze dal lavoro (in larga misura dovute a messa a riposo temporanea) sono salite da 18,6 milioni a 40,9 milioni, pari al 21,8% delle persone occupate. Infine, le ore lavorate sono calate dell'11,2% t/t e di -14,9% a/a. L'andamento peggiore è stato rilevato in Spagna (-25,9% t/t), Portogallo (-23,3%), Grecia ed Irlanda. In Italia, il calo è stimato in -15,3% t/t e -23,7% a/a.

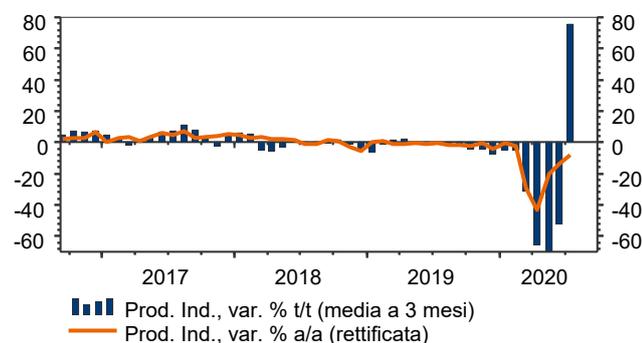
**Germania.** La **produzione industriale** delude ad agosto, correggendo marginalmente di -0,2% m/m da 1,4% m/m di luglio (dato rivisto al rialzo). Le attese di consenso erano per un nuovo incremento. Il dato di agosto porta la variazione tendenziale a -9,6% a/a da -10,0% a/a precedente. Il calo è attribuibile in buona parte al comparto manifatturiero, che ha segnato un -0,7% m/m sulla scia di un calo della produzione di beni di consumo e di beni strumentali. La produzione è calata sensibilmente nel comparto auto (-12,5%) correggendo il balzo di luglio (+12,5% m/m). La produzione di energia è salita del 6,7% m/m. In flessione anche le costruzioni (-0,3% m/m), che però è più vicina ai livelli di un anno prima (-1,7% a/a). Anche sulla scorta dei dati sugli ordini di agosto, ci aspettiamo un nuovo incremento dell'output a settembre. Nel trimestre estivo la produzione industriale rimane in rotta per un balzo di oltre il 10% t/t dopo il crollo di -16,1% t/t dei mesi primaverili.

**Germania.** Gli **ordini all'industria** sono cresciuti del 4,5% m/m ad agosto, da 3,3% m/m a luglio (dato rivisto al rialzo), in linea con le nostre stime. La variazione annua passa a -2,2% da -6,9% m/m. Sul mese gli ordini esteri hanno segnato un aumento superiore rispetto a quelli domestici, trainati dalle commesse dirette all'Eurozona (+14,6% m/m). Gli ordini all'industria si trovano ora solo a -3,6% rispetto al livello di febbraio. La ripresa del giro d'affari nel comparto industriale tedesco continua ad avanzare solidamente dai minimi di aprile.

**Francia.** La **produzione industriale** ad agosto rallenta più del previsto a 1,3% m/m da 3,8% m/m di luglio. Il manifatturiero segna una decelerazione all'1,0% m/m da 4,5% m/m precedente mentre il comparto energetico accelera a 2,8% m/m da 0,2% m/m e le costruzioni a 4,9% m/m da 4,0% m/m di luglio. L'attività industriale rimane del 6,3% inferiore rispetto ai livelli di febbraio. Nel terzo trimestre la produzione industriale è in rotta per un rimbalzo di +19% t/t dopo il -16,8% del secondo. Ci aspettiamo invece un rallentamento nel quarto trimestre.

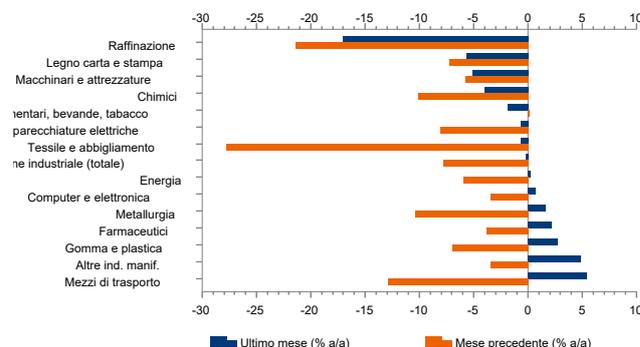
**Italia.** La **produzione industriale è salita ancora più del previsto ad agosto**, di ben +7,7% m/m, dopo il +7% di luglio. **L'output è tornato lievemente al di sopra del livello dello scorso gennaio**, e molto vicina ai livelli di un anno fa (la variazione annua corretta per gli effetti del calendario è migliorata decisamente, a -0,3% da -8,3% precedente). Nel mese sono stati trainanti i beni durevoli (+19,6% m/m, +23,9% a/a); anche gli altri macro-settori risultano comunque non lontani dai livelli di un anno prima (si va dal -2,5% a/a dei beni intermedi al +1% dei beni strumentali). Tre i comparti che hanno registrato un incremento a due cifre nel mese: tessile (+36,1% m/m), mezzi di trasporto (+21%) e gomma e plastica (+11,9%); sull'anno, proprio **i mezzi di trasporto guidano il recupero** (+10% a/a), mentre il settore della raffinazione (che pesa per appena l'1% del totale) è l'unico a mantenere una flessione a due cifre (-17%). In sintesi, il dato è nettamente migliore del previsto: **la ripresa dell'attività nell'industria in Italia è più accentuata di quella in corso negli altri grandi Paesi europei. Tuttavia, non va eccessivamente enfatizzato**, in quanto i dati di agosto sono molto volatili (e soggetti a revisioni successive), e l'anomalia di quest'anno può aver inciso (rispetto agli anni scorsi, più fabbriche sono rimaste aperte ad agosto, per recuperare i mesi di lockdown): in tal senso, il fatto che l'output sia tornato al di sopra dei livelli pre-COVID andrà verificato nei prossimi mesi. In ogni caso, in caso di stagnazione a settembre, la produzione industriale è in rotta per una crescita di ben +31% t/t nel trimestre estivo, dopo il calo di -16,8% dei mesi primaverili. Nonostante i servizi continuino a rappresentare un freno al valore aggiunto totale, i dati sull'industria suggeriscono che **il rimbalzo del PIL nel 3° trimestre possa essere in termini percentuali anche superiore alla flessione registrata nei tre mesi precedenti** (13% t/t). **Tuttavia, l'attività è attesa rallentare in misura significativa nel trimestre in corso**, a causa della maggiore incertezza sull'evoluzione della situazione sanitaria, non solo a livello domestico ma soprattutto in alcuni tra i principali partner commerciali dell'Italia. Se la crescita dovesse risultare vicina a zero nello scorcio finale dell'anno, aumenterebbero i rischi al ribasso sulla nostra attuale previsione sul PIL 2021 (+6,5%).

**Si accentua il recupero della produzione industriale**



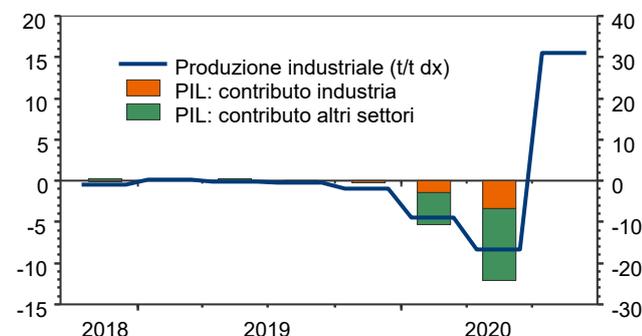
Fonte: Refinitiv Datastream

**Trainanti i mezzi di trasporto**



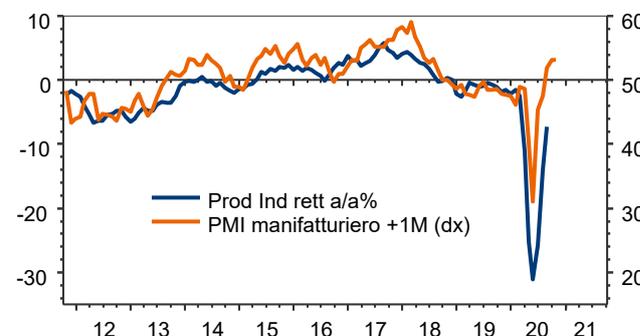
Fonte: Refinitiv Datastream

**Il rimbalzo del PIL nel 3° trimestre potrebbe essere più accentuato di quanto stimato in precedenza**



Fonte: Refinitiv Datastream

**Le indagini nel manifatturiero non segnalano almeno per ora un'inversione di rotta (ma i servizi continuano a fare da freno)**



Fonte: Refinitiv Datastream

**Italia.** Dopo la battuta d'arresto di luglio, le **vendite al dettaglio** sono tornate a crescere ad agosto, di 8,2% m/m (dopo il -6% precedente) in valore e di +11,2% m/m in volume (da +8,5% di luglio). La volatilità del bimestre può essere stata indotta dal rinvio dei saldi estivi, che ha pesato sulle vendite a luglio e sostenuto il dato di agosto. Le vendite in volume sono tornate al di sopra dei livelli di un anno prima (+0,8%), come non accadeva da febbraio. Sulla ripresa ha inciso positivamente il deciso rialzo del commercio elettronico (+36,8% a/a). La tendenza per gruppi di prodotti è eterogenea: alcuni comparti sembrano essersi avvantaggiati dallo shock COVID (si veda il +12,3% delle dotazioni per l'informatica, telecomunicazioni e telefonia e il +8,4% di utensileria per la casa e ferramenta); viceversa, i prodotti più penalizzati sono cartoleria, libri, giornali e riviste (-7,7%). Da notare anche il recupero del settore abbigliamento, che, favorito dall'effetto-saldi, torna a crescere su base tendenziale per la prima volta da febbraio (+6,5%).

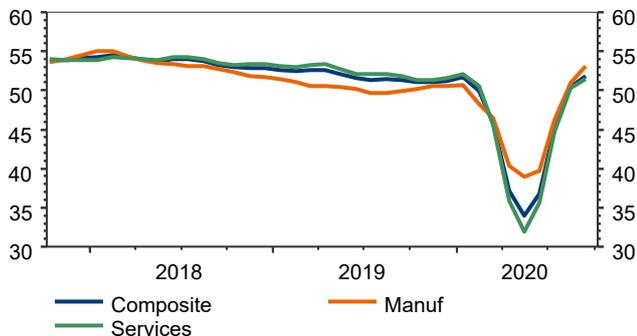
**Cina**

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Riserve in valuta estera	set	3.165	1000Mld \$	3.165
PMI servizi - Caixin	set	54.0		54.8

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

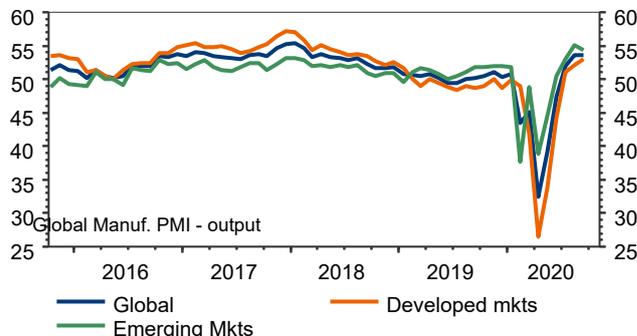
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



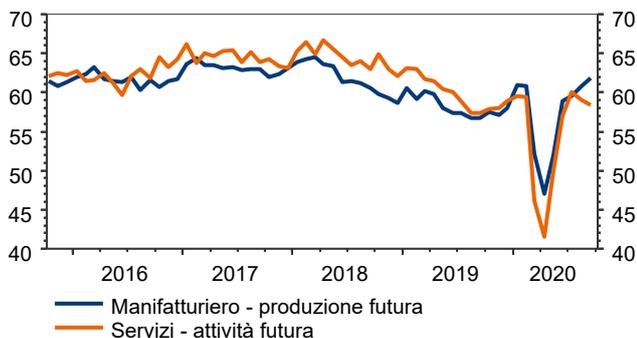
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



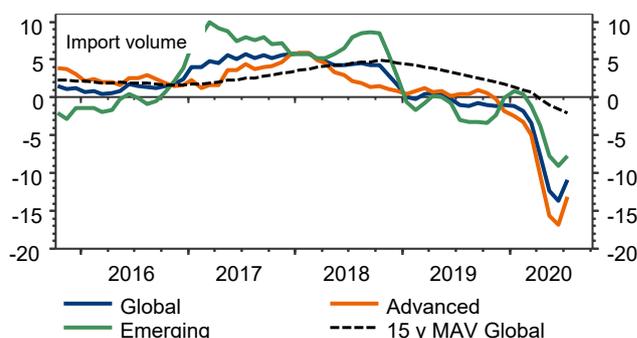
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



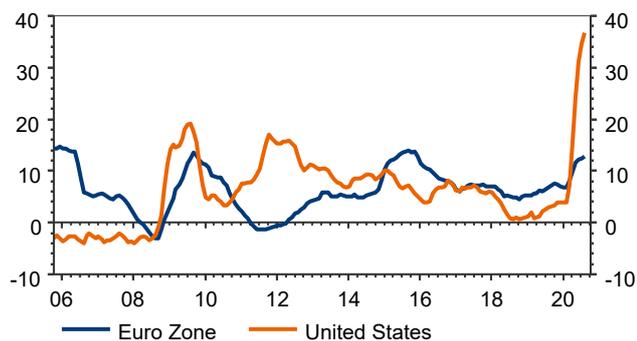
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



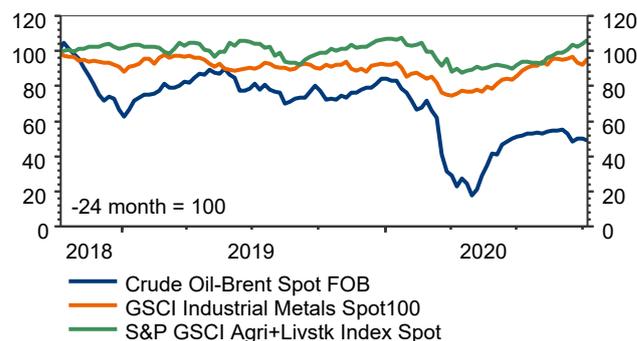
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



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

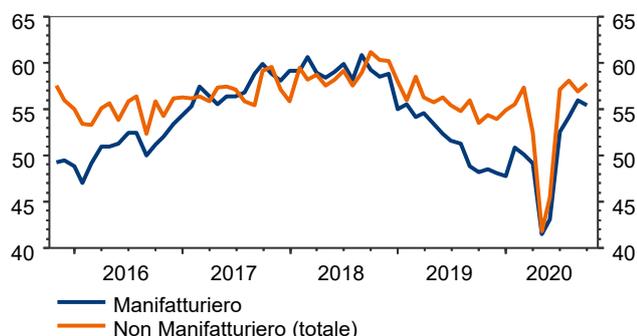
### Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

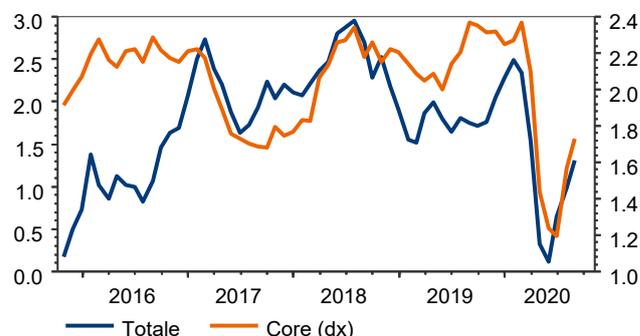
## Stati Uniti

## Indagini ISM



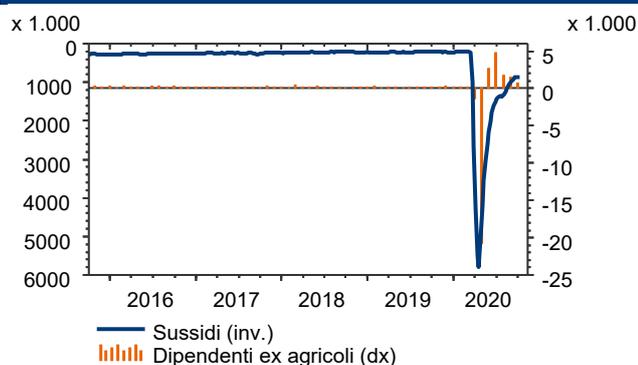
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



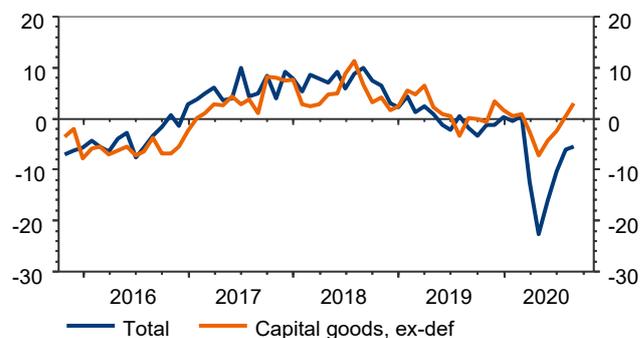
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## 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

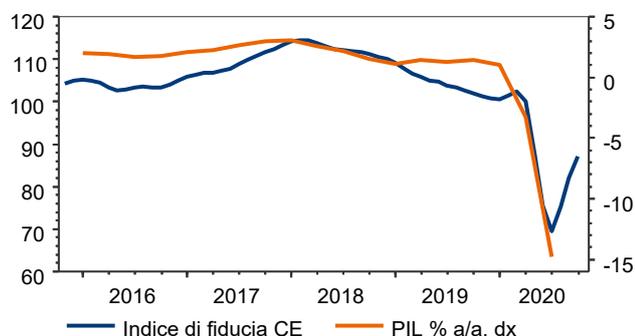
## Previsioni

	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	8.3	6.9	3.6	3.5	3.8	13.0	8.8	7.5	7.3	7.1

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.

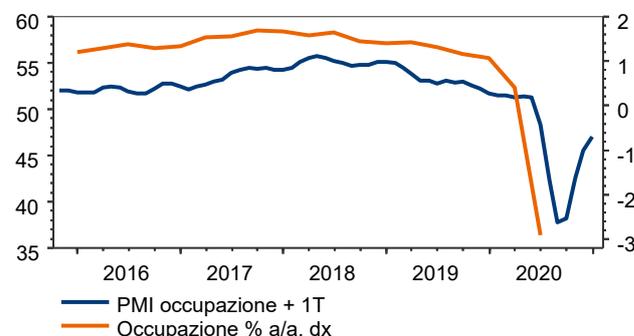
## Area euro

## PIL



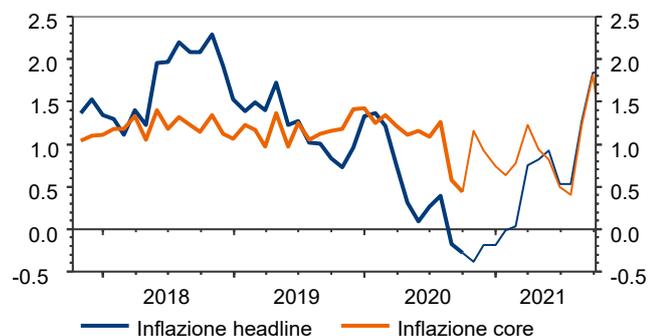
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## 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	0.5	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	-9.6	5.1	-1.6	-6.1	-20.2
Disoccupazione (%)	7.6	7.9	8.4	7.5	7.3	7.6
Euribor 3 mesi	-0.36	-0.41	-0.47	-0.40	-0.41	-0.30

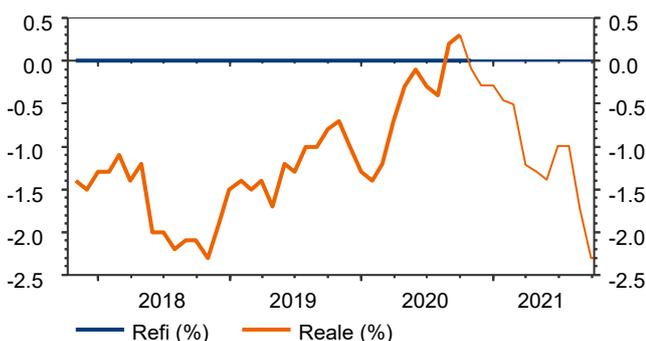
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

### Eurozona

	mar	giu	set	8/10	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>-0.51</b>	-0.48	-0.47	-0.46	-0.46

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

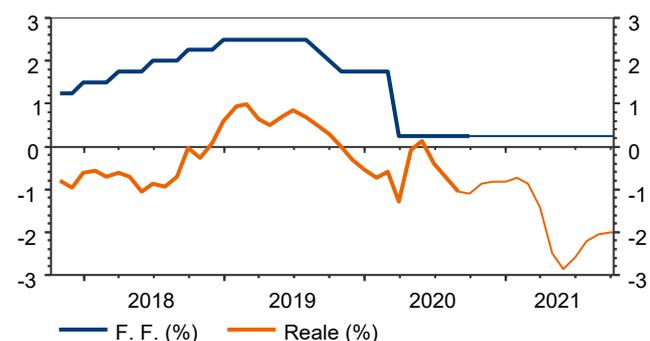


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	mar	giu	set	8/10	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

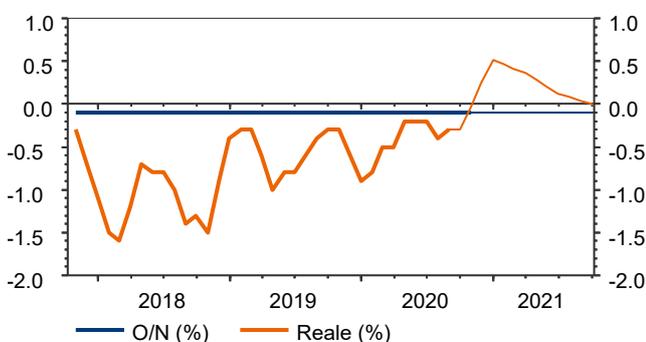


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	mar	giu	set	8/10	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

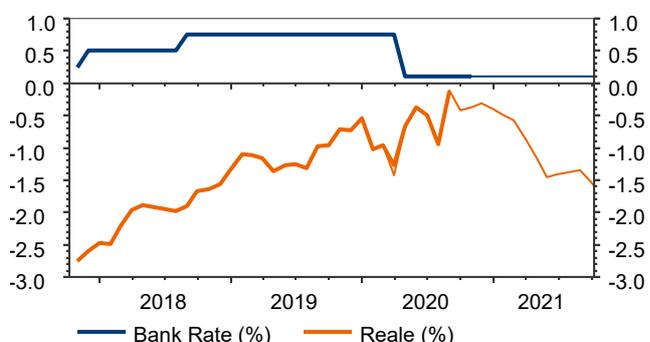


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	mar	giu	set	8/10	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	9/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.14	1.10	1.09	1.13	1.18	<b>1.1794</b>	1.19	1.20	1.18	1.16	1.18
USD/JPY	113	107	109	107	106	<b>105.89</b>	104	106	108	110	112
GBP/USD	1.31	1.22	1.25	1.26	1.30	<b>1.2934</b>	1.27	1.31	1.33	1.35	1.38
EUR/CHF	1.14	1.09	1.06	1.06	1.08	<b>1.0774</b>	1.07	1.08	1.09	1.10	1.15
EUR/JPY	129	118	118	122	125	<b>124.91</b>	124	127	127	128	132
EUR/GBP	0.88	0.90	0.88	0.90	0.91	<b>0.9117</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