

Weekly Economic Monitor

Il punto

**Brexit:** quanto vale un eventuale accordo di libero scambio fra Regno Unito ed Unione Europea. Le simulazioni macroeconomiche dicono che in termini relativi vale più per il Regno Unito che per l'area dell'euro. L'impatto di breve termine impallidisce di fronte a quello che la COVID-19 ha già avuto sull'interscambio commerciale del Regno Unito.

I market mover della settimana

Nell'**Eurozona** le prime indagini di fiducia di ottobre potrebbero dare segnali misti, influenzati dalle dinamiche dei contagi nei vari Paesi, nonché dalle caratteristiche delle diverse survey. I PMI, che misurano la variazione dell'attività rispetto al mese precedente, potrebbero mostrare una flessione, sia nel manifatturiero che, in misura maggiore, nei servizi. Viceversa, le indagini nazionali dovrebbero continuare a segnalare che il livello di attività, specie nell'industria, è in ulteriore recupero, e va riavvicinandosi alla norma (sia l'indice INSEE in Francia che l'indice della Banca del Belgio sono attesi in miglioramento nel mese).

Negli **Stati Uniti**, i dati macroeconomici in uscita saranno messi in ombra dall'avvicinarsi della scadenza elettorale. I PMI flash di ottobre sono attesi in linea con le indicazioni delle indagini regionali, che puntano a un proseguimento dell'espansione sia nel manifatturiero sia nei servizi. I nuovi cantieri residenziali e le vendite di case esistenti di settembre dovrebbero confermare il boom in atto nel settore immobiliare residenziale, mitigato dai vincoli all'offerta e dalla scarsità di case in vendita.

16 ottobre 2020

Nota Settimanale

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

Luca Mezzomo  
Economista

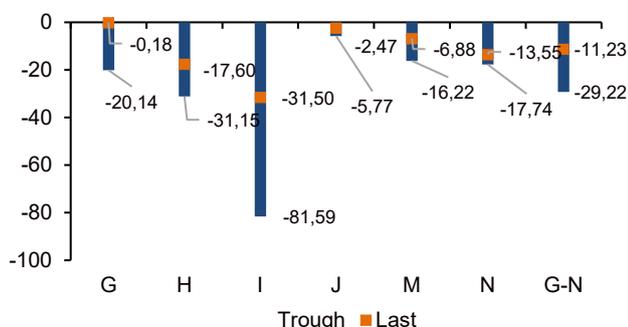
Giovanna Mossetti  
Economista - USA e Giappone

Paolo Mameli  
Economista - Italia

Guido Valerio Ceoloni  
Economista - Area euro

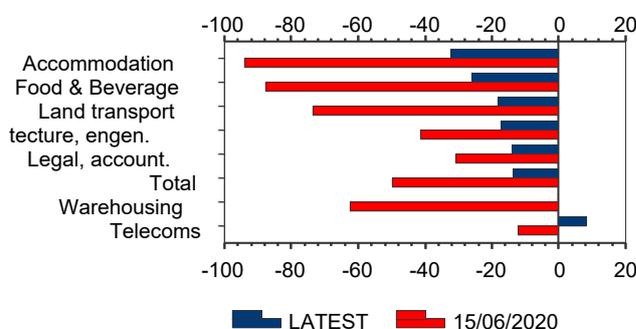
Aniello Dell'Anno  
Economista - Area euro

Area euro: a luglio, la produzione nei servizi aveva annullato 2/3 del calo registrato durante la prima ondata pandemica



Fonte: elaborazione su dati Eurostat. Scarto rispetto al livello di febbraio 2020. G: Wholesale and retail trade; repair of motor vehicles and motorcycles, H: Transportation and storage, I: Accommodation and food service activities, J: Information and communication, M: Professional, scientific and technical activities, N: Administrative and support service activities

L'indagine congiunturale della Commissione mostrava un ulteriore recupero in agosto e settembre, prima della 2° ondata



Fonte: Commissione Europea, Services Survey

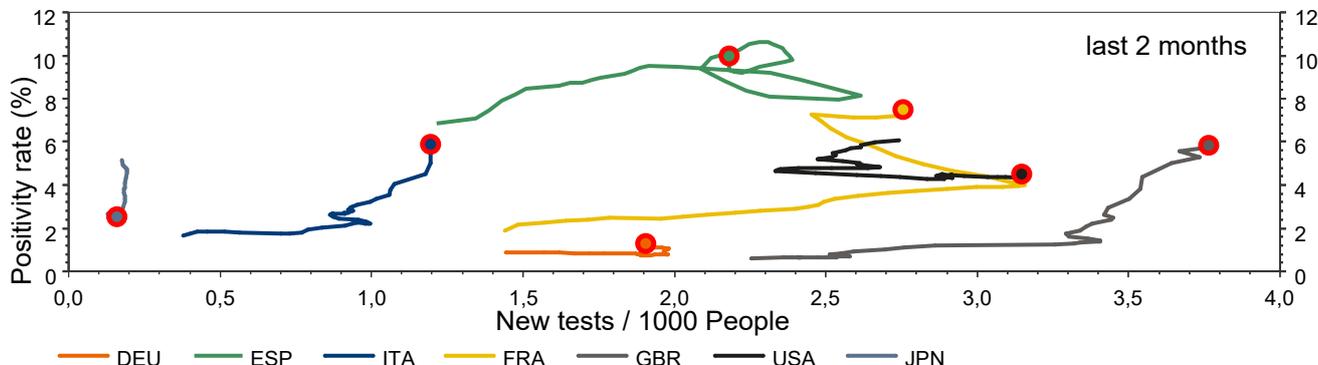
## Il punto

**Brexit:** quanto vale un eventuale accordo di libero scambio fra Regno Unito ed Unione Europea. Le simulazioni macroeconomiche dicono che in termini relativi vale più per il Regno Unito che per l'area dell'euro. L'impatto di breve termine impallidisce di fronte a quello che la COVID-19 ha già avuto sull'interscambio commerciale del Regno Unito.

- Questa settimana, il Consiglio Europeo ha invitato la Commissione Europea a continuare i negoziati con il Regno Unito per un accordo che regoli i rapporti reciproci dopo il 31 dicembre, in quanto i progressi conseguiti finora non sono ritenuti ancora sufficienti. Contemporaneamente, però, ha scaricato sul Regno Unito la responsabilità, chiedendo al governo britannico "di compiere i passi necessari per rendere possibile un accordo". Al momento, non si può ancora escludere la possibilità che i negoziati falliscano, e che il Regno Unito non riesca a ottenere un accordo di libero scambio. Ma quanto varrebbe un accordo in termini di impatto macroeconomico?
- Ci sono tre differenze principali fra i due scenari:
  - Il livello delle barriere tariffarie e non tariffarie è superiore in caso di no-deal. Ciò dovrebbe implicare una maggiore riduzione dell'interscambio, oltre a maggiori effetti di breve termine (anticipazione di flussi dal 1° trimestre 2021 al 4° trimestre 2020). L'impatto è asimmetrico: maggiore per il Regno Unito rispetto all'UE. Anche nel caso in cui venga siglato un accordo di libero scambio, tuttavia, vi sarebbe comunque un innalzamento di barriere doganali dal 1° gennaio 2021.
  - I mercati sembrano scommettere sul fatto che le parti stiano bluffando, e che un accordo sarà raggiunto. Quindi, in caso di no-deal potremmo attenderci una svalutazione della sterlina contro USD ed EUR, una reazione negativa dei mercati azionari britannici e in minor misura di quelli continentali. La svalutazione potrebbe portare a un parziale recupero di quote di mercato da parte del Regno Unito.
  - Nello scenario no-deal, la reazione di politica economica nel Regno Unito potrebbe essere più intensa, per compensare i maggiori effetti negativi. Ciò sosterebbe la domanda interna e comporterebbe un maggior assorbimento di importazioni dall'estero (compensando in parte lo shock negativo dovuto a Brexit).
- Non ci sono, invece, particolare motivi per ritenere che l'uscita senza accordo sia accompagnata da rischi di sconvolgimento della logistica significativamente superiori rispetto allo scenario alternativo. Tali rischi sono legati all'introduzione dei controlli doganali, che si verifica in ambedue gli scenari. Anche la riallocazione di attività finanziaria dal Regno Unito all'UE appare sostanzialmente indipendente dalla sigla di un accordo di libero scambio.
- Sulla base di queste considerazioni, si può tentare di stimare l'impatto differenziale dello scenario no-deal, simulando l'effetto di dazi aggiuntivi (inclusivi di una stima del valore delle barriere non tariffarie nei due scenari), di una svalutazione della sterlina e di una reazione di politica economica che si sviluppi gradualmente nello scenario post-Brexit.
- La simulazione restituisce impatti economici limitati ma non irrilevanti. Nel 2021, il PIL è inferiore rispetto allo scenario base di 0,6% nel Regno Unito e di 0,3% nell'area dell'euro. Quest'ultimo dato risente della forte dipendenza dell'Irlanda dal mercato britannico, che subisce uno shock decisamente maggiore rispetto allo stesso Regno Unito. In questo caso potrebbe esserci un rischio di sovrastima, in quanto il Protocollo dovrebbe preservare l'interscambio nell'ambito dell'isola. Per l'Italia, la deviazione è pari a 0,1%. Nella simulazione, l'export italiano è più debole di 0,2% nel 2021 e dell'1% nel 2022. Ciò riflette l'impatto delle maggiori barriere al commercio, ma anche dell'apprezzamento del cambio e degli effetti indiretti (minore domanda di altri partner commerciali che esportano meno verso il Regno Unito). Tuttavia, nei primi 7 mesi del 2020, l'export italiano verso il Regno Unito era del 18% inferiore rispetto allo stesso periodo del 2019 per l'effetto COVID-19. Agli effetti pratici, dunque, l'impatto Brexit potrebbe risultare poco visibile nei dati aggregati a motivo della sovrapposizione con la crisi pandemica.

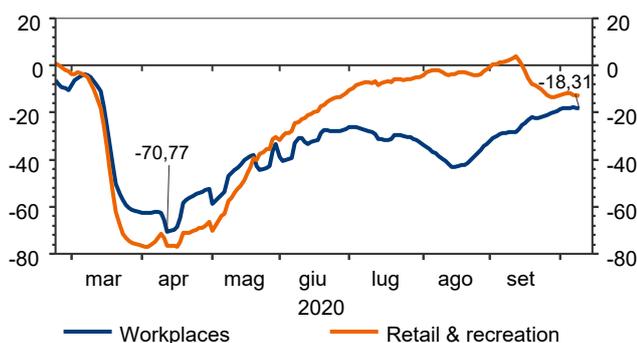
## Monitor dell'impatto COVID

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



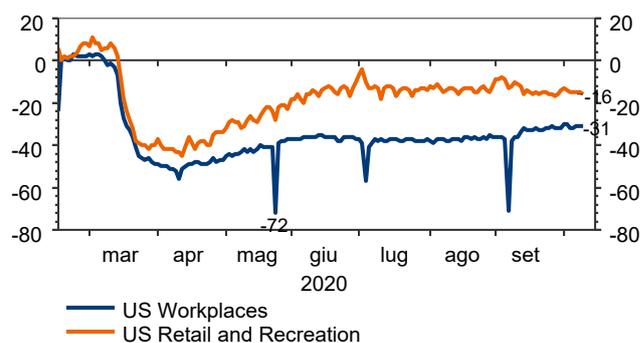
Fonte: Our World in Data

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



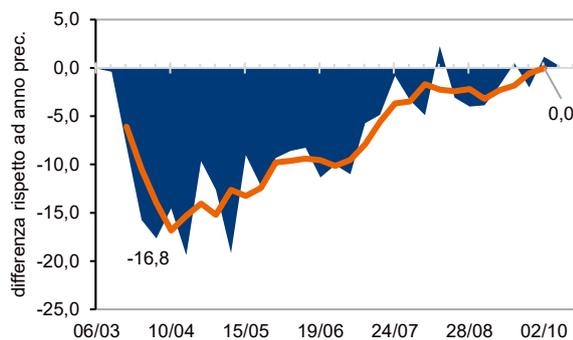
Nota: aggiornamento di "Retail and Recreation" sospeso dalla fonte per un miglioramento della modalità di calcolo. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Media pesata per la popolazione degli indici di mobilità dei maggiori 6 paesi dell'Eurozona. Media mobile settimanale

### Stati Uniti – indici di mobilità



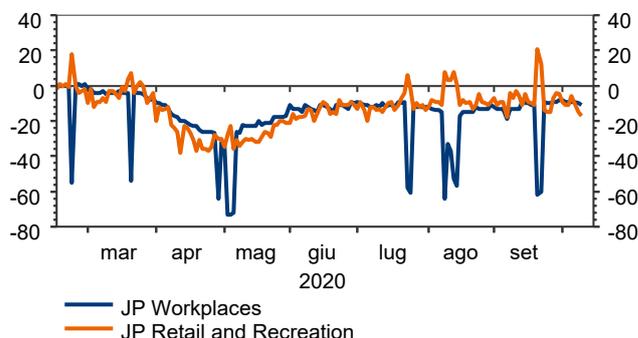
Nota: aggiornamento di "Retail and Recreation" sospeso dalla fonte per un miglioramento della modalità di calcolo. Fonte: Google LLC, COVID-19 Community Mobility Reports

### 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** le prime indagini di fiducia di ottobre potrebbero dare segnali misti, influenzati dalle dinamiche dei contagi nei vari Paesi, nonché dalle caratteristiche delle diverse survey. I PMI, che misurano la *variazione* dell'attività rispetto al mese precedente, potrebbero mostrare una flessione, sia nel manifatturiero che, in misura maggiore, nei servizi. Viceversa, le indagini nazionali dovrebbero continuare a segnalare che il livello di attività, specie nell'industria, è in ulteriore recupero, e va riavvicinandosi alla norma (sia l'indice INSEE in Francia che l'indice della Banca del Belgio sono attesi in miglioramento nel mese).

Negli **Stati Uniti**, i dati macroeconomici in uscita saranno messi in ombra dall'avvicinarsi della scadenza elettorale. I PMI flash di ottobre sono attesi in linea con le indicazioni delle indagini regionali, che puntano a un proseguimento dell'espansione sia nel manifatturiero sia nei servizi. I nuovi cantieri residenziali e le vendite di case esistenti di settembre dovrebbero confermare il boom in atto nel settore immobiliare residenziale, mitigato dai vincoli all'offerta e dalla scarsità di case in vendita.

### Martedì 20 ottobre

#### Stati Uniti

■ I **cantieri residenziali** a settembre dovrebbero essere poco variati, a 1,425 mln da 1,416 mln di agosto. Il trend dell'attività nel settore resta positivo. A settembre, gli occupati nelle costruzioni residenziali sono aumentati di 6.600 unità e la fiducia dei costruttori di case, a 83, è sui massimi storici dall'inizio della serie (1985), con indicazioni di continua espansione del settore, vincolata da limiti all'offerta. Le **licenze** dovrebbero aumentare a 1,48, da 1,470 mln di agosto, mantenendosi su un sentiero positivo, ma segnalando anche un ritmo di espansione più contenuto rispetto alla parte centrale dell'anno.

### Giovedì 22 ottobre

#### Area euro

- **Area euro.** La stima flash dell'**indice di fiducia dei consumatori**, elaborato dalla Commissione Europea, è attesa in lieve flessione a ottobre, a -14,9 punti da -13,9 punti di settembre. L'indice dovrebbe rimanere al di sotto della media storica, ma lontano dai minimi registrati ad aprile (-22,0). L'indagine congiunturale di ottobre dovrebbe riflettere l'incertezza legata alla risalita della curva dei contagi.
- **Francia.** L'indice di **fiducia INSEE** presso le **imprese manifatturiere** potrebbe segnalare una quasi stabilità, salendo, stimiamo, a 98 da 96. Nel mese il livello dei contagi è continuato ad aumentare su scala nazionale e sarà importante vedere se questo avrà un effetto immediato sul morale del comparto manifatturiero all'inizio dell'ultimo trimestre dell'anno.

#### Stati Uniti

■ Le **vendite di case esistenti** a settembre dovrebbero essere in rialzo a 6,3 mln, da 6 mln di agosto. Alla luce dei contratti di compravendita di luglio e agosto, le vendite dovrebbero essere anche più elevate, ma la scarsità di offerta (equivalente di 3 mesi di vendite, minimo storico per la serie dal 1982, toccato solo a fine 2019-inizio 2020) fa prevedere livelli inferiori a quelli attesi sulla base della relazione storica fra le due serie. Il mercato immobiliare residenziale continua a essere in una situazione di eccesso di domanda.

### Venerdì 23 ottobre

#### Area euro

■ **Area euro.** Ci attendiamo che la **stima flash** del **PMI manifatturiero** registri un calo in ottobre, a 53,0 da 53,7 di settembre. Il **PMI servizi** dovrebbe segnare un'accelerazione del ritmo di

contrazione, a 46,8 da 48,0 precedente. Di conseguenza, il **PMI composito** è visto passare a 49,6 da 50,4. In sostanza, gli indici dovrebbero mostrare un peggioramento, dopo la fase di espansione registrata nel trimestre estivo.

- **Belgio.** L'indice di **fiducia economica BNB** è visto a ottobre in marginale miglioramento a -10,0 da -10,8 trainato, pensiamo, da un ulteriore miglioramento del comparto manifatturiero. L'indice rimane ancora di una deviazione standard al di sotto del livello di febbraio.

#### Stati Uniti

- Il **PMI flash manifatturiero** a ottobre è atteso a 53,5, da 53,2 di settembre. Le indagini del settore restano sostenute, con indicazioni favorevoli per l'attività in autunno, e sono in linea con il trend positivo degli indicatori settimanali (produzione di acciaio, traffico merci). Il settore auto rimane in fase di eccesso di domanda, e dovrebbe registrare un'ulteriore espansione anche grazie alla riduzione dei colli di bottiglia all'offerta. L'indice dei **servizi** dovrebbe aumentare a 55, dopo 54,6 di settembre, sulla scia della crescita di attività nell'istruzione e nella sanità e di una graduale ripresa del traffico aereo e dei servizi aggregativi, nonostante la persistente crescita di contagi compresa fra 40 mila e 50 mila nuovi casi al giorno.

## Calendario dei dati macroeconomici ed eventi

### Calendario dei dati macroeconomici (19 – 23 ottobre)

Data	Ora	Paese	Dato	*	Periodo	Precedente	Consenso	Intesa Sanpaolo		
Lun	19/10	01:50	GIA	Bilancia commerciale		set	248.6 (248.3)	Mld ¥ JP	989.8	
		04:00	CN	PIL cumulato a/a		T3	-1.6	%		
		04:00	CN	PIL a/a	*	T3	3.2	%	5.2	
		04:00	CN	PIL s.a. t/t		T3	11.5	%	3.2	
		04:00	CN	Vendite al dettaglio a/a	*	set	0.5	%	1.8	
		04:00	CN	Produzione industriale cumulata a/a		set	0.4	%		
		04:00	CN	Investimenti fissi urbani cumulati a/a	*	set	-0.3	%	0.8	
		04:00	CN	Produzione industriale a/a		set	5.6	%	5.8	
		04:00	CN	Vendite al dettaglio cumulate a/a		set	-9.2	%		
			16:00	USA	Indice Mercato Immobiliare NAHB		ott	83		83
Mar	20/10	03:00	CN	Tasso prime rate a 1 anno	*	ott	3.9	%		
		03:00	CN	Tasso prime rate a 5 anni	*	ott	4.7	%		
		09:00	GER	PPI m/m		set	0.0	%		
		09:00	GER	PPI a/a		set	-1.2	%		
		14:30	USA	Nuovi cantieri residenziali	*	set	1.416	Mln	1.477	1.430
		14:30	USA	Licenze edilizie		set	1.476	Mln	1.520	1.480
Mer	21/10	08:00	GB	CPI a/a	*	set	0.2	%	0.4	
		08:00	GB	CPI m/m		set	-0.4	%	0.4	
Gio	22/10	08:00	GER	Fiducia consumatori		nov	-1.6		-3.0	
		08:45	FRA	Fiducia imprese manifatturiere	**	ott	96		98	
		14:30	USA	Richieste di sussidio	*	settim	898	x1000		
		14:30	USA	Sussidi di disoccupazione esistenti	*	settim	10.000	Mln		
		16:00	USA	Indice anticipatore m/m		set	1.2	%	0.8	
		16:00	USA	Vendite di case esistenti (mln ann.)		set	6.00	Mln	6.25	6.30
		16:00	EUR	Fiducia consumatori flash	*	ott	-13.9		-15.0	-14.9
Ven	23/10	01:30	GIA	CPI (naz.) a/a	*	set	0.2	%		
		01:30	GIA	CPI (naz.) ex-alim. freschi a/a	*	set	-0.4	%	-0.4	
		02:30	GIA	PMI manifatturiero prelim		ott	47.7			
		08:00	GB	Vendite al dettaglio a/a		set	2.8	%	3.2	
		08:00	GB	Vendite al dettaglio m/m	*	set	0.8	%	0.4	
		09:15	FRA	PMI servizi prelim	*	ott	47.5		46.0	
		09:15	FRA	PMI manifatturiero prelim	*	ott	51.2		51.0	
		09:30	GER	PMI servizi prelim	*	ott	50.6		49.0	
		09:30	GER	PMI manifatturiero prelim	*	ott	56.4		55.7	
		10:00	EUR	PMI manifatturiero prelim	**	ott	53.7		53.1	53.0
		10:00	EUR	PMI composito prelim	**	ott	50.4		49.3	49.6
		10:00	EUR	PMI servizi prelim	**	ott	48.0		47.0	46.8
		10:30	GB	PMI manifatturiero prelim	*	ott	54.1		53.2	
		10:30	GB	PMI servizi prelim	*	ott	56.1		54.5	
		15:00	BEL	Indice ciclico BNB		ott	-10.8			-10.0
		15:45	USA	Markit PMI Composito prelim.		ott	54.3			
		15:45	USA	Markit PMI Manif. prelim.	*	ott	53.2			53.5
15:45	USA	Markit PMI Servizi prelim.	*	ott	54.6			55.0		

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 (18 – 23 ottobre)**

Data	Ora	Paese	* Evento
Dom	18/10 15:05	EUR	* Discorso di Lagarde (BCE)
Lun	19/10 13:30	EUR	Mersch (BCE) interviene alla MNI Connect roundtable
	14:00	USA	* Discorso di Powell (Fed)
	14:40	EUR	Lane (BCE): saluto introduttivo alla ECB conference on monetary policy
	14:45	EUR	Lagarde (BCE): saluto introduttivo registrato alla ECB conference on monetary policy
	16:05	GB	Discorso di Cunliffe (BoE)
	17:00	GB	Discorso di Cunliffe (BoE)
	17:45	USA	Discorso di Clarida (Fed)
	20:20	USA	Discorso di Bostic (Fed)
	21:00	USA	Discorso di Harker (Fed)
Mar	20/10 15:00	USA	Discorso di Williams (Fed)
	16:50	USA	Discorso di Quarles (Fed)
	19:00	USA	Discorso di Evans (Fed)
		GB	Discorso di Vlieghe (BoE)
Mer	21/10 12:00	EUR	Discorso di De Guindos (BCE) a webinar FEBS
	14:10	GB	Discorso di Ramsden (BoE)
	15:55	EUR	Lane (BCE) partecipa a tavola rotonda su movimenti di capitale
	16:00	USA	Discorso di Mester (Fed)
	19:30	USA	Discorso di Singh (Fed)
	20:00	USA	Fed: pubblicazione del Beige Book Economic Survey
Gio	22/10 10:30	EUR	Panetta (BCE): discorso a conferenza BCE su pagamenti
		GB	Discorso di Haldane (BoE)
	11:25	GB	* Discorso di Bailey (BoE)
Ven	23/10 16:00	GB	Discorso di Ramsden (BoE)
		ITA	* S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano dell'Italia
		GB	S&P si pronuncia sul rating del debito sovrano del Regno Unito

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

Fonte: Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

## Osservatorio macroeconomico

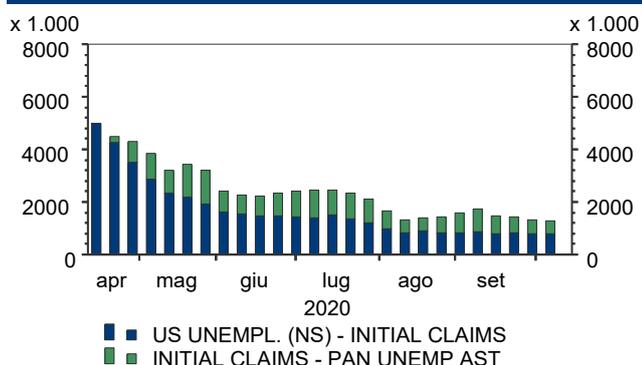
### Stati Uniti

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
CPI m/m	set	0.4	%	0.2
CPI a/a	set	1.3	%	1.4
CPI (escluso alimentari, energia) a/a	set	1.7	%	1.8
CPI (escluso alimentari, energia) m/m	set	0.4	%	0.2
PPI (escl. alimentari, energia) m/m	set	0.4	%	0.2
PPI m/m	set	0.3	%	0.4
Richieste di sussidio	settim	845 <del>(840)</del> x1000		825
Sussidi di disoccupazione esistenti	settim	11.183 <del>(10.976)</del> Mln		10.700
Prezzi all'import m/m	set	1.0 <del>(0.9)</del> %		0.3
Indice Empire Manufacturing	ott	17.00		15.00
Indice Philadelphia Fed	ott	15.0		14.0
Vendite al dettaglio ex-auto m/m	set	0.7	%	0.5
Vendite al dettaglio m/m	set	0.6	%	0.7
Produzione industriale m/m	set	0.4	%	0.5
Impiego capacità produttiva	set	71.4	%	71.9
Scorte delle imprese m/m	ago	0.1	%	0.4
Fiducia famiglie (Michigan) prelim	ott	80.4		80.5
Acquisti netti att. finanziarie (l/term.)	ago	10.8	Mld \$	

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

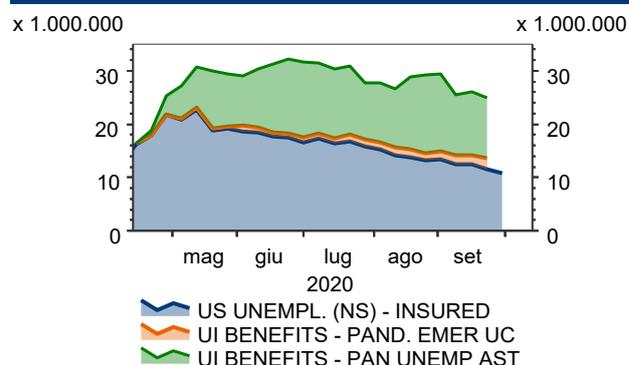
Le **nuove richieste di sussidi di disoccupazione** nella settimana conclusa il 10 ottobre aumentano a 898 mila da 845 mila della settimana precedente. Le nuove **richieste non stagionalizzate** sono pari a 885.885, in aumento di 76.670 dalla settimana precedente, a cui vanno aggiunti 372891 sussidi iniziali erogati con la Pandemic Unemployment Assistance (in calo di circa 100 mila da inizio ottobre). I **sussidi statali esistenti** nella settimana conclusa il 3 ottobre calano a 10,018 mln, da 11,183 mln della settimana precedente. In termini stagionalizzati i sussidi statali esistenti correggono a 9,631 mln, da 10,819 mln. Nell'ultima settimana di settembre, i sussidi esistenti erogati sia con i programmi statali sia con quelli federali sono pari a 25,067 mln, in calo di circa 200 mila unità rispetto alla settimana precedente. Una parte del calo dei sussidi statali esistenti è legata al trasferimento dei sussidi dai programmi statali (per esaurimento di termini) a quelli federali (circa 800 mila). Osservando il trend dei diversi programmi, si riscontra un calo netto di circa 500 mila sussidi nella seconda metà di settembre, con indicazioni ancora favorevoli per la crescita occupazionale a ottobre.

#### Nuove richieste di sussidi circa stabili nella seconda settimana di ottobre



Fonte: Refinitiv Datastream

#### I sussidi esistenti, erogati con fondi statali e federali, proseguono sul sentiero di graduale calo



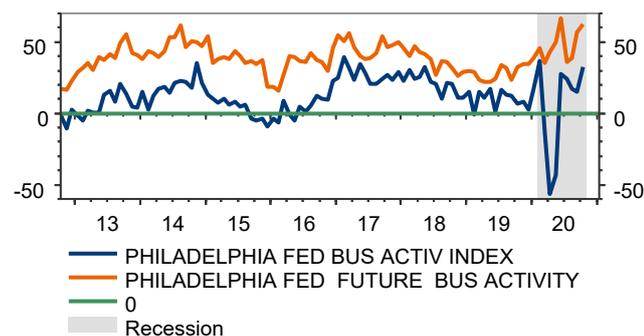
Fonte: Refinitiv Datastream

L'indice della **Philadelphia Fed** a ottobre sorprende verso l'alto, con un balzo a 32,3, da 15, segnando il quinto aumento consecutivo e registrando una percentuale crescente di imprese con attività in espansione. Lo spaccato dell'indagine è inequivocabilmente positivo, con i nuovi

ordini a 42,6 (+17 punti) e il fatturato a 46,5 (+10 punti). L'occupazione è in territorio espansivo a 12,7, anche se cala di 3 punti da settembre, ma il rialzo della settimana lavorativa a 25,3 (+18 punti) dà indicazioni positive per il mercato del lavoro. Gli indici a 6 mesi danno segnali espansivi: attività a 62,7 (+6), ordini a 51,6 (-5), fatturato a 51,7 (+4), occupazione a 52 (+3). Le domande speciali del mese riguardano l'utilizzo della capacità produttiva e i piani di investimento. La mediana dell'utilizzo della capacità produttiva è a 72,5% (-10pp da ottobre 2019). La percentuale netta di imprese che aumenteranno la spesa in conto capitale è positiva, pur in presenza dei freni derivanti dalla pandemia e dall'incertezza politica. L'indagine è stata condotta fra il 5 e il 13 ottobre e conferma il quadro espansivo del manifatturiero per i prossimi trimestri.

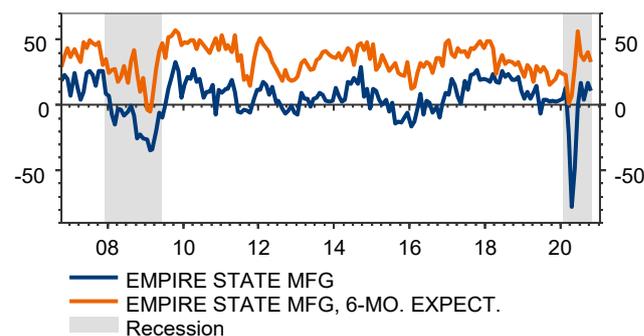
L'indice **Empire della NY Fed** a ottobre cala a 10,5, con una correzione di 7 punti da settembre. Ordini (12,5, +5 punti) e fatturato (17,8, +4 punti) sono in aumento, mentre calano gli ordini inevasi. Come per la Philadelphia Fed, l'indagine registra un modesto calo dell'indice occupazione, ma un netto aumento della settimana lavorativa. Sull'orizzonte a 6 mesi, l'indagine mantiene indicazioni espansive nonostante la correzione dell'indice di attività (32,8, -8 punti). I segnali concordano con le altre informazioni dal manifatturiero nel segnalare attività in crescita.

#### Philadelphia Fed: rialzi dell'indice coincidente e delle aspettative



Fonte: Refinitiv Datastream

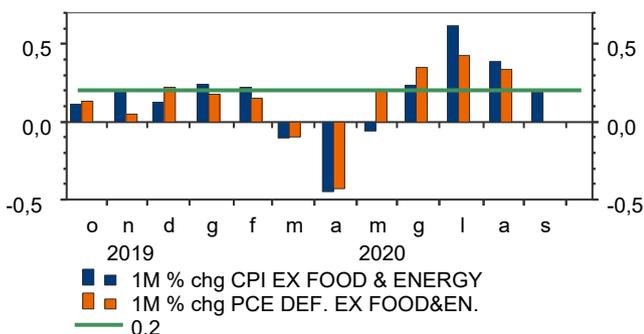
#### Empire (NY Fed): modeste correzioni, ma le indicazioni restano espansive



Fonte: Refinitiv Datastream

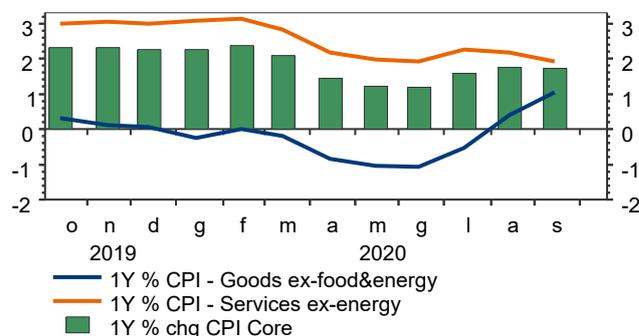
La variazione del **CPI** a settembre è di 0,2% m/m, sia per l'indice *headline* sia per quello *core*. Su base tendenziale, l'inflazione *core* è pari a 1,7% a/a, contro 1,4% a/a per l'inflazione *headline*. Dopo due incrementi solidi a giugno e luglio (0,4% m/m e 0,6% m/m, rispettivamente), l'indice *core* torna a registrare un aumento "normale". Il contributo maggiore viene ancora dai **prezzi dei beni, in rialzo di 0,8% m/m**, con un altro aumento significativo per le auto usate (6,7% m/m), a cui si sono aggiunti rialzi per le auto nuove (0,3% m/m), frenato però da correzioni per abbigliamento, arredamento e attrezzature sportive, in calo dopo due mesi di forti aumenti. La moderazione dell'aumento complessivo dell'indice *core* deriva dalla **stagnazione dei prezzi dei servizi**, che hanno registrato variazioni nulle per sanità, istruzione e comunicazioni a fronte di un aumento insolitamente contenuto per l'abitazione (0,1% m/m). Per un rialzo diffuso e sostenuto dell'inflazione nel 2021 occorrerà una normalizzazione dei consumi di servizi, ancora lontano fino a quando il quadro sanitario non sarà sotto controllo.

## CPI core: la variazione mensile a settembre si normalizza



Fonte: Refinitiv Datastream

## COVID-19 ha cambiato gli equilibri fra prezzi dei beni core (in accelerazione) e servizi ex-energia (in rallentamento)



Fonte: Refinitiv Datastream

## Giappone

Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
Ordinativi di macchinari m/m	ago	6.3	%	-1.0
Produzione industriale m/m finale	ago	1.7	%	1.0

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

Fonte: Bloomberg

## Area euro

Paese	Dato	Periodo	Precedente	Consenso	Effettivo
EUR	Produzione industriale m/m	ago	5.0 (4.1)	%	0.8
EUR	CPI a/a finale	set	-0.3	%	-0.3
EUR	CPI m/m finale	set	-0.4	%	0.1
EUR	CPI ex energia e alim. non lav. a/a finale	set	0.4	%	0.4
FRA	IPCA m/m finale	set	-0.6	%	-0.6
FRA	IPCA a/a finale	set	0.0	%	0.0
FRA	CPI m/m Ex Tob	set	-0.1	%	-0.5
GER	CPI (Lander) m/m finale	set	-0.2	%	-0.2
GER	IPCA a/a finale	set	-0.4	%	-0.4
GER	CPI (Lander) a/a finale	set	-0.2	%	-0.2
GER	IPCA m/m finale	set	-0.4	%	-0.4
GER	ZEW (Sit. corrente)	ott	-66.2		-60.0
GER	ZEW (Sentiment econ.)	ott	77.4		73.0
ITA	Ordini all'industria a/a	ago	-7.6 (-7.2)	%	6.1
ITA	Fatturato industriale a/a	ago	-8.1	%	-3.8
ITA	Ordini all'industria m/m	ago	3.4 (-3.7)	%	15.1
ITA	Fatturato industriale m/m	ago	8.0 (-8.1)	%	5.9
ITA	IPCA a/a finale	set	-0.9	%	-1.0
ITA	IPCA m/m finale	set	1.0	%	0.9
ITA	Prezzi al consumo m/m finale	set	-0.6	%	-0.7
ITA	Prezzi al consumo a/a finale	set	-0.5	%	-0.6
ITA	Bilancia commerciale (EU)	ago	3.007	Mld €	0.348
ITA	Bilancia commerciale (totale)	ago	9.694	Mld €	3.928
SPA	IPCA a/a finale	set	-0.6	%	-0.6

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

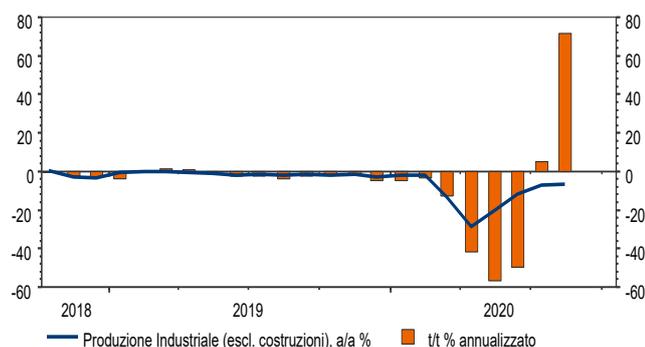
Fonte: Bloomberg

**Area euro. Il dato finale** di settembre indica una nuova discesa dell'**inflazione** a -0,3% a/a da -0,2% a/a di agosto, in linea con il dato preliminare. Il calo è causato dalla persistente debolezza dei prezzi dell'energia (contributo: -0,81pp) e da 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 allo 0,4% a/a dallo 0,6% precedente. Sul mese, l'indice generale ha

visto un lieve aumento di +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 una nuova contrazione (-0,4% m/m e -8,2% a/a). Prevediamo un rialzo dell'inflazione verso l'1% medio nel 2021, dopo lo 0,3% atteso per quest'anno, ma i rischi sono al ribasso.

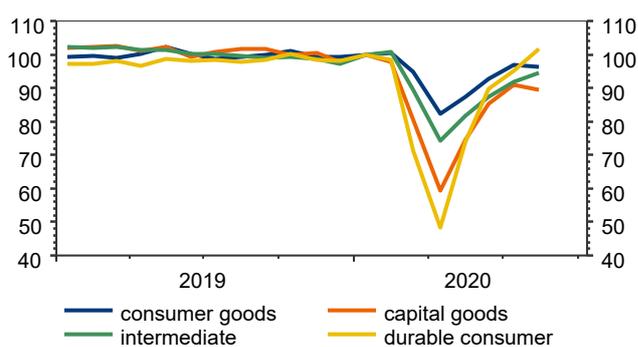
**Area euro.** La **produzione industriale** ha registrato un brusco rallentamento a +0,7% m/m, dopo il +5,0% di luglio (rivisto al rialzo da +4,1%). A livello settoriale, il balzo più ampio si è avuto per i beni durevoli (+6,8% m/m), seguiti dai beni intermedi (+3,1% m/m) e dall'energia (+2,3% m/m), mentre calano i beni di investimento e i beni di consumo non durevoli (entrambi del -1,6% m/m). Lo spaccato per Paese vede l'Italia (+7,7% m/m) e la Francia (+1,3% m/m) registrare un aumento della produzione ben al di sopra della media dell'Eurozona, mentre la Germania segna un calo del -0,2% m/m. La variazione annua è passata a -7,2% a/a da -7,1% precedente; l'indice rimane del -5,7% inferiore rispetto al valore di febbraio. Un ulteriore leggero salto dovrebbe vedersi a settembre come indicato dalle indagini congiunturali per l'area euro. Tuttavia, l'attività industriale è attesa rallentare in misura significativa nel 4° trimestre, a causa della maggiore incertezza derivante dall'evoluzione della pandemia. Stimiamo una contrazione media annua intorno al -9,4% nel 2020.

#### Area euro: la produzione industriale rimane quasi stabile ad agosto



Fonte: Refinitiv Datastream

#### I beni durevoli tornano al di sopra dei livelli pre-crisi ma il divario resta del 10-11% per i beni di investimento



Nota: gennaio 2020=100. Fonte: Refinitiv Datastream

**Germania.** Lo **ZEW** ad ottobre mostra una correzione di oltre venti punti a 56,1 da 77,4 per l'indice sulle attese, pari a circa mezza deviazione standard e avvicinandosi alla media storica di 21,8. A ottobre sembra quindi che l'euforia cresciuta tra agosto e settembre sia in via di esaurimento. Sull'indagine mensile hanno pesato anche i rinnovati timori legati alla Brexit. La valutazione della situazione corrente migliora a -59,5 da -66,2, ma rimane ampiamente al di sotto della media storica. In media trimestrale, nonostante il passo indietro il trend dell'indice corrente si conferma in miglioramento per il quarto mese consecutivo. L'indagine di ottobre sembra quindi puntare a una normalizzazione del morale degli operatori, che rimane comunque impostato positivamente malgrado l'aumento dell'incertezza.

**Germania.** La **stima finale** dai **Länder** conferma che a settembre i **prezzi al consumo** sono calati di due decimi sull'indice nazionale e di quattro sull'armonizzato. L'inflazione annua è anch'essa 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.

**Francia.** La seconda lettura corregge al ribasso di un decimo **l'inflazione** di settembre sull'indice nazionale (a zero da 0,1%); viene invece confermata invariata l'inflazione sulla misura armonizzata. Nel mese, si registra un contributo negativo dell'energia, nonché un rallentamento dei listini nei servizi (in particolare di trasporto). Nel mese i prezzi al consumo sono calati di 0,5%

m/m sull'indice nazionale e di 0,6% sulla misura armonizzata. L'inflazione è sui minimi dal 2016, non vediamo una risalita nel breve termine.

**Italia.** Ad agosto, **fatturato e ordini industriali** hanno fatto segnare un ulteriore rimbalzo congiunturale (+5,9% e +15,1% m/m, rispettivamente), dopo quelli già visti nei mesi precedenti. Su base annua, gli ordinativi passano in territorio positivo, a +6,1%, mentre il dato tendenziale sul fatturato resta in negativo (-3,8%, pur in miglioramento da -8,1% di luglio). Per il fatturato, sono risultati trainanti i beni durevoli (+29,8% m/m, +28,6% a/a). Sull'anno, per entrambi gli indicatori risulta maggiormente trainante la componente domestica rispetto al mercato estero. Dal lato degli ordini, sempre su base tendenziale, mostrano un netto recupero (a due cifre) alcuni dei settori più colpiti in precedenza, ovvero i mezzi di trasporto, computer ed elettronica, nonché il comparto tessile. L'unica flessione a due cifre si registra per il fatturato dell'attività estrattiva e della raffinazione. I dati su ordini e fatturato, assieme a quelli sulla produzione, confermano che la ripresa nell'industria, almeno sino ad agosto, è stata più vigorosa del previsto.

**Italia. I dati sul commercio estero ad agosto mostrano un ulteriore recupero, dopo quelli dei tre mesi precedenti, per entrambi i flussi**, più marcato per le importazioni (+5,1% m/m) che per le esportazioni (+3,3% m/m). Entrambi i flussi restano in ampio calo sull'anno (export -7%, import -12,6%, ovvero rispettivamente -5,3% e -6,1% al netto dell'energia). Sia nel mese che sull'anno, entrambi i flussi risultano più dinamici da e verso i Paesi UE rispetto al resto del mondo. Particolarmente dinamici i beni durevoli, che tornano in positivo su base tendenziale sia dal lato dell'export che dell'import, nonché l'import di beni intermedi e strumentali. Per quanto riguarda le esportazioni, i settori che risultano in apprezzabile crescita rispetto a un anno fa sono gli autoveicoli, i minerali non metalliferi e i mobili, mentre, oltre alla raffinazione (il cui export resta di oltre il 50% inferiore a quello di un anno prima), mantengono flessioni a due cifre la farmaceutica, l'elettronica e il tessile (quest'ultimo risulta il comparto più dinamico dal lato dell'import: +20,3%). Il dettaglio per aree geografiche evidenzia un calo tendenziale a due cifre per tutti i principali Paesi extra-europei, con l'eccezione della Cina che, assieme a Regno Unito e Belgio, risulta tra le poche aree in progresso significativo rispetto a un anno fa. L'analisi congiunta per Paese e settore mostra che la flessione tendenziale dell'export è spiegata per oltre un punto percentuale dal calo delle vendite di articoli farmaceutici verso gli Stati Uniti e di prodotti petroliferi raffinati verso Paesi OPEC e Turchia, mentre un contributo positivo di oltre mezzo punto viene dall'aumento dell'export di autoveicoli verso gli Stati Uniti e di altri mezzi di trasporto verso il Regno Unito. Il commercio estero prosegue la fase di recupero, grazie al dissolversi di timori di effetti permanenti dello shock COVID-19 sulle catene produttive globali. Stimiamo che gli scambi commerciali possano tornare a dare un contributo positivo al PIL nella seconda metà del 2020, dopo l'apporto ampiamente negativo visto nel 1° semestre.

**Italia. L'inflazione di settembre è stata rivista al ribasso**, da -0,5% a -0,7% sul NIC e da -0,9% a -1% sull'indice armonizzato UE (con listini in calo di sette decimi nel mese sull'indice domestico, e in aumento di 0,9% m/m sull'IPCA, in entrambi i casi un decimo al di sotto di quanto stimato inizialmente). L'inflazione core (sull'indice domestico) è stata 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.

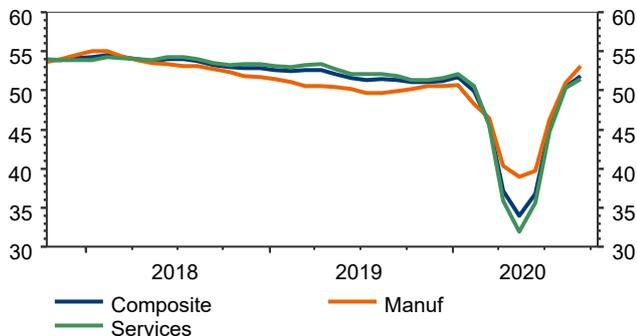
**Cina**

<b>Dato</b>	<b>Periodo</b>	<b>Precedente</b>		<b>Consenso</b>	<b>Effettivo</b>
Esportazioni in USD a/a	set	9.5		% 10.0	9.9
Importazioni in USD a/a	set	-2.1		% 0.3	13.2
Bilancia commerciale USD	set	58.93	Mld \$	58.00	37.00
Finanza sociale aggregata (flusso)	set	3580.00	Mld ¥ CN	3150.00	3480.00
M2 a/a	set	10.4		% 10.4	10.9
Nuovi prestiti bancari (flusso)	set	1280.0	Mld ¥ CN	1700.0	1900
CPI m/m	set	0.4		% 0.3	0.2
CPI a/a	set	2.4		% 1.8	1.7
PPI a/a	set	-2.0		% -1.8	-2.1

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

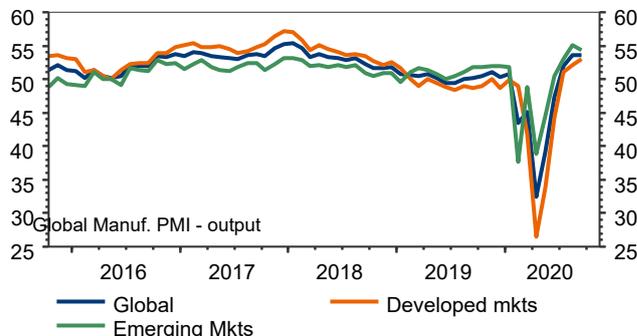
## Tendenze dell'economia globale

### PMI globali



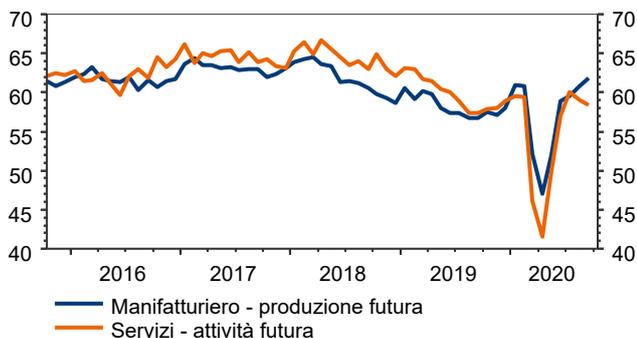
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### PMI manifatturiero: paesi avanzati ed emergenti



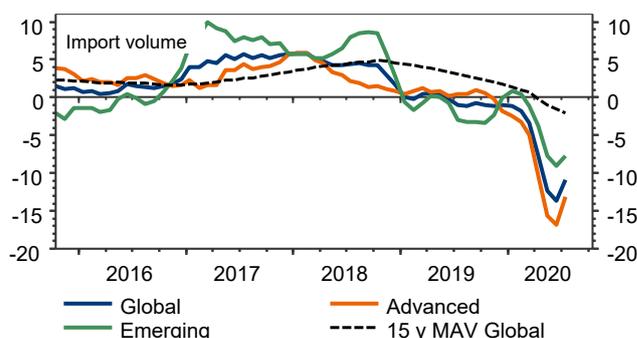
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Global PMI: aspettative a 12 mesi



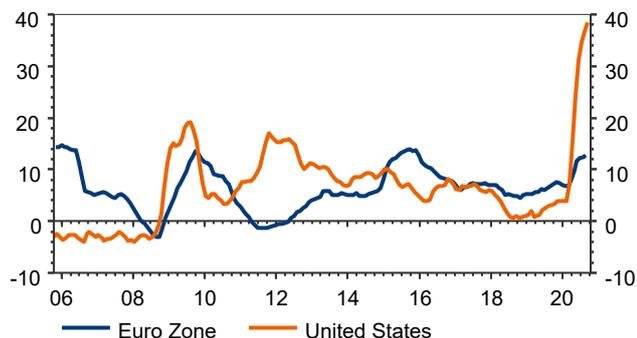
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati IHS Markit

### Andamento del commercio mondiale



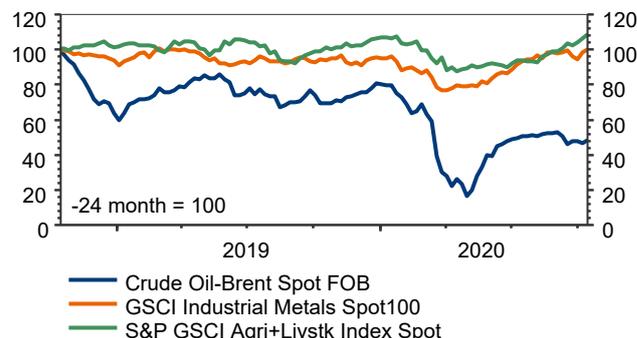
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati CPB

### M1 reale, variazione a/a



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

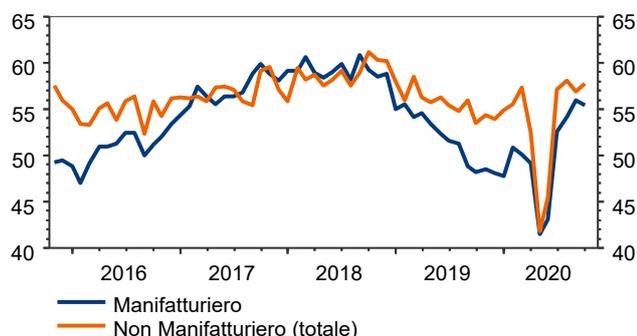
### Prezzi delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

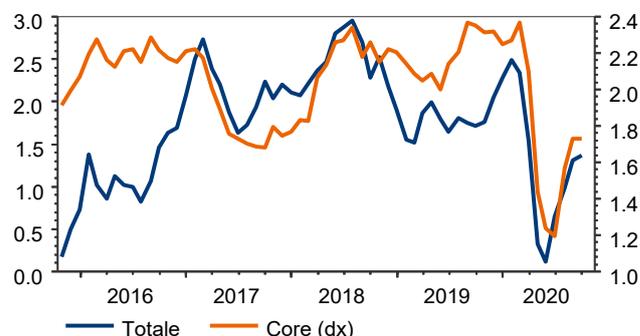
## Stati Uniti

## Indagini ISM



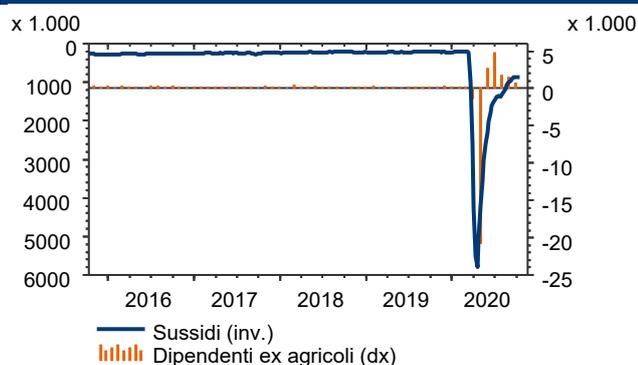
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## CPI – Var. % a/a



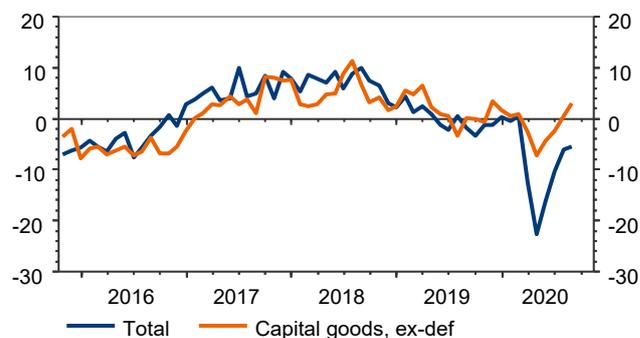
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

## 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

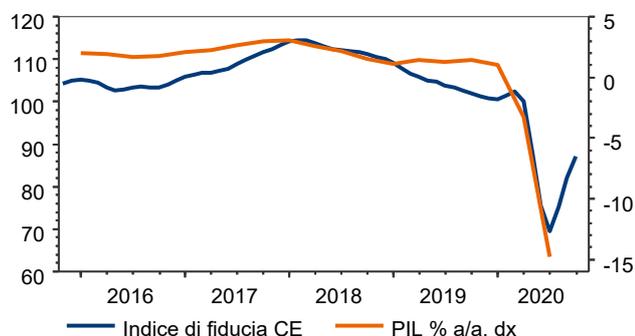
## Previsioni

	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	-2.9	-2.7								
Deficit Pubblico (% PIL)	-6.6	-15.9	-8.1								
Debito pubblico (% PIL)	135.9	163.6	162.8								
CPI (a/a)	1.8	1.2	2.1	1.8	2.0	2.1	0.4	1.2	1.0	1.2	2.8
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	8.2	6.7	3.6	3.5	3.8	13.0	8.8	7.2	7.1	6.9

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.

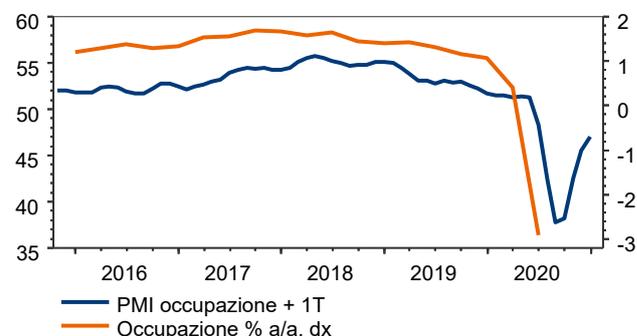
## Area euro

## PIL



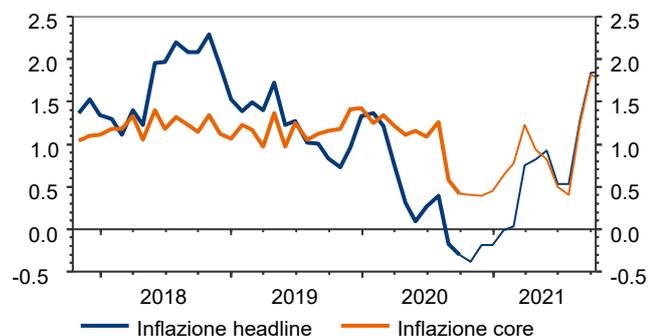
Fonte: Eurostat, Commissione UE

## 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	-9.4	4.5	-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

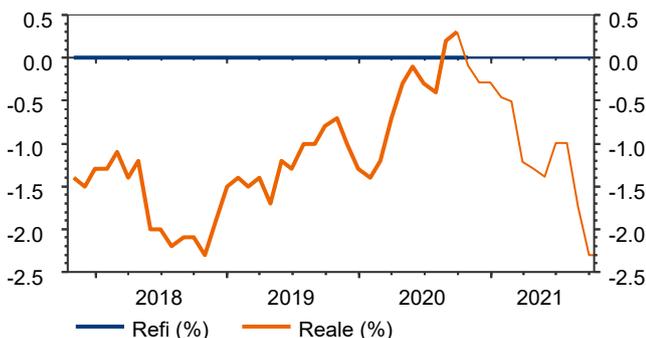
Nota: Variazioni percentuali sul periodo precedente - salvo quando diversamente indicato. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

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

### Eurozona

	mar	giu	set	15/10	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>-0.54</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

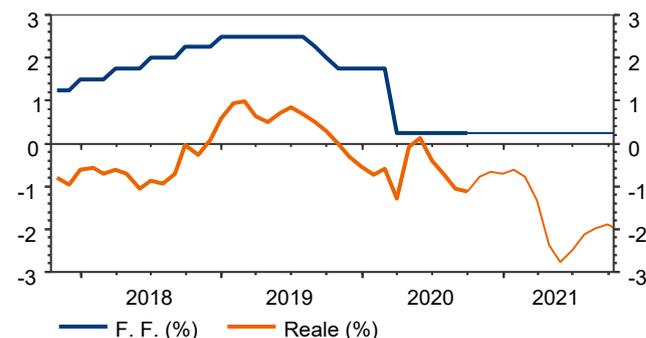


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Stati Uniti

	mar	giu	set	15/10	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

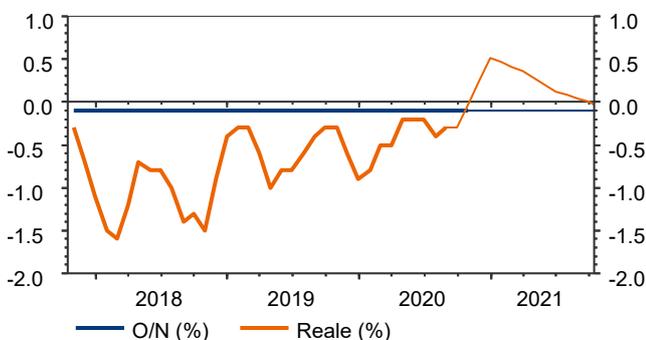


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters

### Giappone

	mar	giu	set	15/10	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

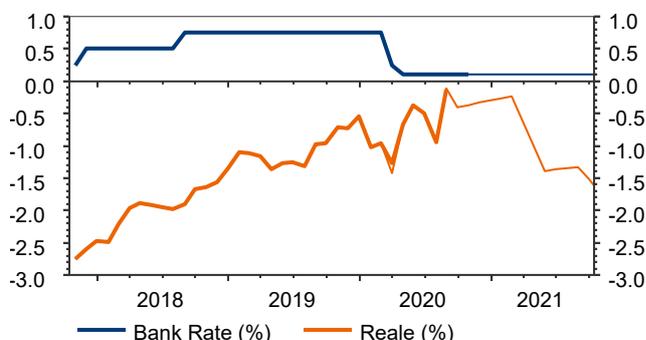


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

### Regno Unito

	mar	giu	set	15/10	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>0.05</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	16/10	1m	3m	6m	12m	24m
EUR/USD	1.16	1.10	1.09	1.14	1.19	<b>1.1710</b>	1.19	1.20	1.18	1.16	1.18
USD/JPY	112	109	108	107	105	<b>105.21</b>	104	106	108	110	112
GBP/USD	1.32	1.28	1.24	1.26	1.30	<b>1.2930</b>	1.27	1.31	1.33	1.35	1.38
EUR/CHF	1.14	1.10	1.05	1.08	1.08	<b>1.0723</b>	1.07	1.08	1.09	1.10	1.15
EUR/JPY	130	120	117	122	125	<b>123.21</b>	124	127	127	128	132
EUR/GBP	0.88	0.87	0.87	0.91	0.91	<b>0.9054</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