

Focus Area euro

**Area euro: rallenta il PIL e tiene il mercato del lavoro, ma fino a quando?**

L'occupazione è una variabile ritardata del ciclo, ma la tenuta del mercato del lavoro e la ripresa dei redditi reali, anche in un contesto di debolezza congiunturale, è elemento necessario per evitare che qualche eventuale trimestre di lieve contrazione del PIL tra fine 2023 e inizio 2024 si traduca in un più severo episodio recessivo. Le indagini iniziano a mostrare segnali di minor vigore della domanda di lavoro, anticipando un deciso rallentamento della crescita occupazionale a cavallo d'anno: ci aspettiamo un moderato aumento del tasso dei senza-lavoro nei prossimi trimestri. La crescita dei salari, pur avendo già superato il picco, dovrebbe proseguire anche l'anno prossimo, guidata dagli effetti dei rinnovi contrattuali finalizzati a un parziale recupero del potere d'acquisto perduto nell'ultimo anno e mezzo. Nel caso in cui questa ipotesi dovesse materializzarsi, una volta superato il periodo di massima intensità degli effetti della restrizione monetaria, l'economia potrebbe tornare ad espandersi dalla metà del prossimo anno; nel frattempo, la BCE riteniamo sarebbe disposta a tollerare anche una lieve contrazione dell'attività economica tra fine 2023 e inizio 2024.

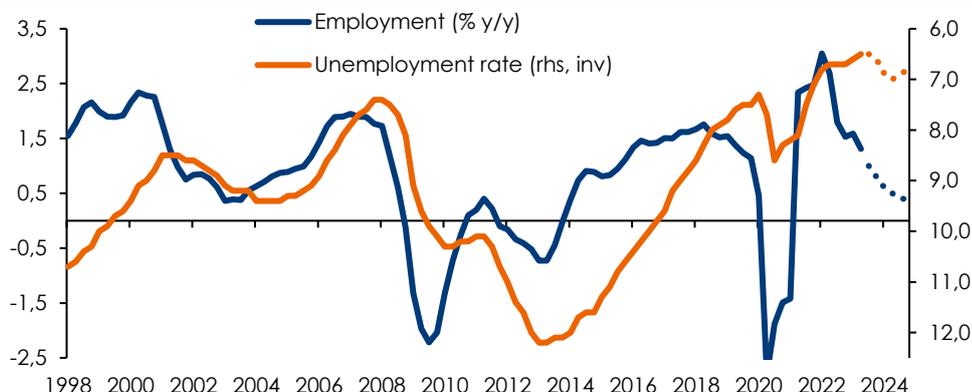
8 novembre 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

**Andrea Volpi**  
Economista - Area euro

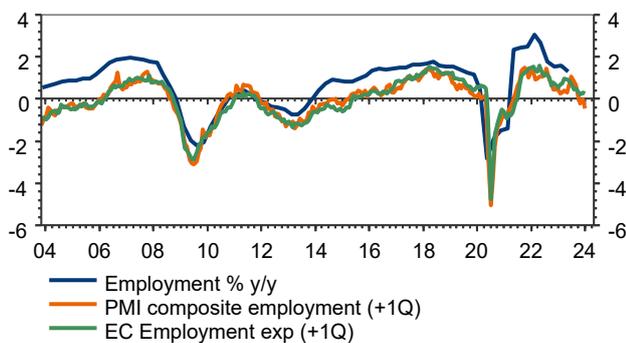
**Prevediamo un rallentamento della crescita occupazionale nei prossimi trimestri, e un aumento relativamente contenuto del tasso di disoccupazione**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

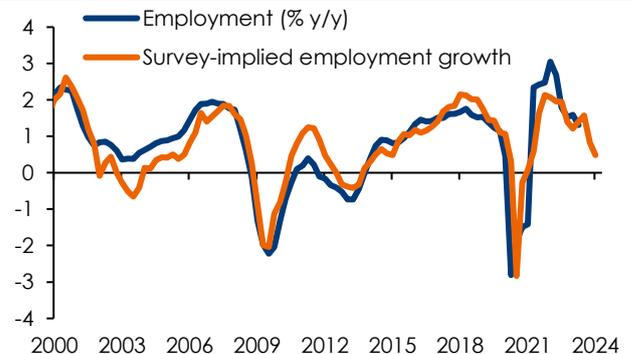
Dopo aver toccato un picco nel 1° semestre dell'anno, già durante l'estate **le componenti relative all'occupazione delle indagini di fiducia hanno iniziato a mostrare segnali di minor vigore**, anticipando un rallentamento delle assunzioni (Fig. 1). In particolare, da ottobre la componente occupazione del PMI composito è tornata al di sotto della soglia d'invarianza per la prima volta da novembre 2021; meno negativi i segnali dall'indagine della Commissione Europea, secondo la quale i livelli occupazionali stazionano lievemente al di sopra della media storica. Di norma le intenzioni di assunzione delle imprese si riflettono sui dati occupazionali con un ritardo di circa un trimestre: è quindi probabile che **a partire dal trimestre in corso si possa iniziare ad assistere a una decelerazione della crescita occupazionale, destinata poi ad accentuarsi a inizio 2024**. I risultati di un modello costruito sulla base delle intenzioni di assunzione dalle indagini PMI e della Commissione Europea (Fig. 2) sarebbe coerente con una crescita dell'occupazione sotto l'1% a/a negli ultimi tre mesi del 2023 e intorno allo 0,5% a/a nel 1° trimestre del prossimo anno; tali tendenze sarebbero compatibili con occupati circa fermi a inizio 2024. I risultati sono confermati da un modello analogo che usa la crescita ritardata del PIL come variabile esplicativa.

**Fig. 1 – Le componenti occupazionali delle indagini di fiducia sono tornate sotto la media storica a inizio trimestre**



Nota: indici di fiducia standardizzati. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global, EU Commission DG Ecofin

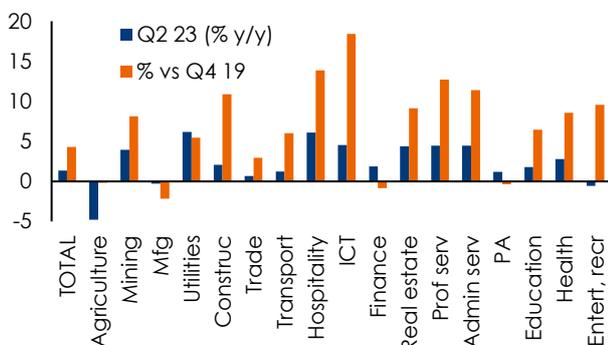
**Fig. 2 – Indagini coerenti con una frenata della crescita occupazionale verso lo 0,5% a/a a inizio 2024**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, S&P Global, EU Commission DG Ecofin

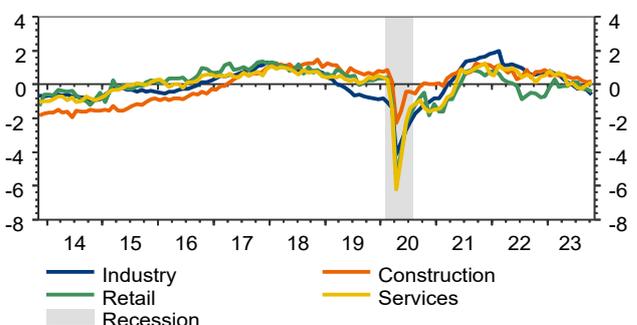
Anche l'analisi settoriale (Fig. 3) suggerisce che il **recupero dei livelli occupazionali persi durante la pandemia** sia **pressoché completo** (solo manifattura e pubblica amministrazione non hanno ancora recuperato i livelli di fine 2019; nel settore finanziario il calo del 1° semestre 2023 ha cancellato i progressi precedenti) e **le indagini mostrano segnali di indebolimento della domanda di lavoro diffusi a tutti i principali comparti** (Fig. 4).

**Fig. 3 - Quasi tutti i settori hanno recuperato i livelli occupazionali pre-Covid**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

**Fig. 4 - Il calo delle aspettative sull'occupazione è diffuso a tutti i principali settori**



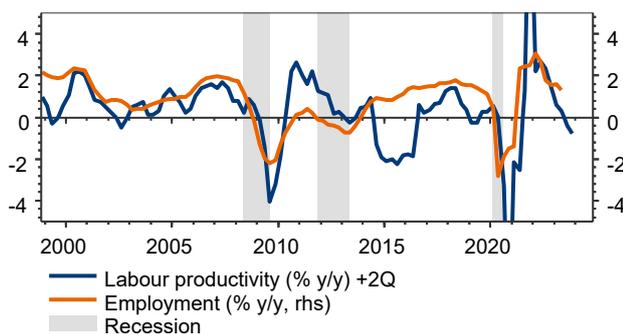
Nota: indici standardizzati. Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

**I segnali di indebolimento non sorprendono** dato che il mercato del lavoro è un indicatore ritardato del ciclo, e dopo un anno di sostanziale stagnazione dell'economia un minor dinamismo sul fronte occupazionale appare fisiologico. Peraltro, la tenuta dei livelli occupazionali nonostante un valore aggiunto sostanzialmente stagnante ha innescato un **calo della produttività**, un fenomeno che rende poco sostenibile il mantenimento dei livelli occupazionali in un contesto di deterioramento della domanda.

Come più volte sottolineato però, **la condizione perché la corrente fase di stagnazione economica non si traduca in una vera e propria recessione è che il ribilanciamento del mercato del lavoro si realizzi a costi limitati in termini di licenziamenti, non mettendo a rischio il processo di recupero dei redditi reali delle famiglie**. In altre parole: non si può escludere una lieve contrazione del PIL tra la seconda metà del 2023 e la prima metà del 2024, ma uno scenario recessivo vero e proprio potrebbe essere evitato se le imprese continueranno a proteggere i livelli occupazionali e se la ripresa dei salari non si interromperà.

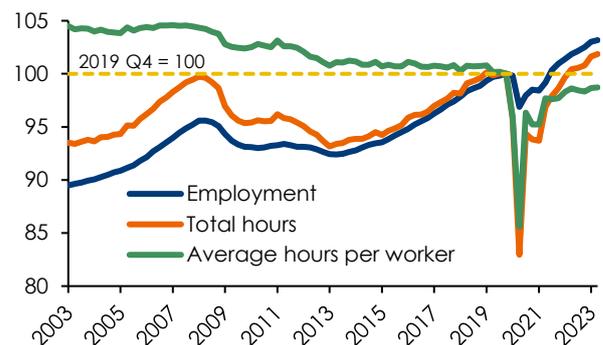
Tale ribilanciamento "virtuoso" potrebbe verificarsi attraverso un **calo delle posizioni vacanti a fronte di un incremento solo modesto del tasso di disoccupazione**, che comunque appare destinato a salire dagli attuali livelli (vicini ai minimi dall'inizio dell'Eurozona), in un contesto in cui le ore lavorate per occupato non hanno ancora recuperato i livelli di fine 2019 (Fig. 6) e pertanto lo spazio di utilizzo del margine intensivo pare più ridotto rispetto al passato.

Fig. 5 – Produttività del lavoro in calo



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

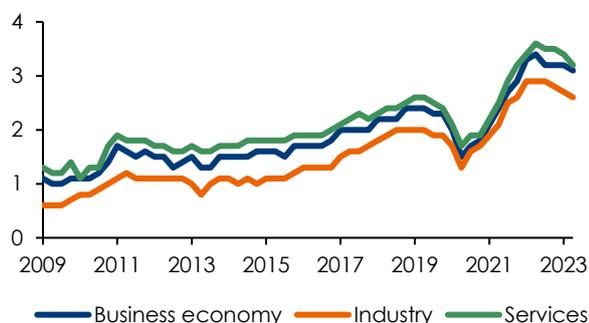
Fig. 6 - Occupazione e ore lavorate totali sopra i livelli pre-Covid, ma le ore lavorate per dipendente restano inferiori a fine 2019



Nota: 2019 T4 = 100 (riga tratteggiata). Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

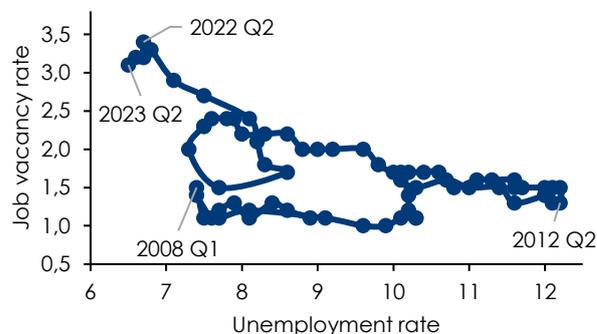
**In ogni caso, il mercato del lavoro è entrato nell'attuale fase di rallentamento ciclico partendo da una situazione di robustezza superiore a quanto era stimato e, almeno sino a metà 2023, è rimasto teso**: il tasso di posizioni vacanti (Fig. 7) è sceso sotto i picchi toccati nel 2022, ma resta prossimo ai massimi storici, e la relazione con il tasso di disoccupazione, nota come curva di Beveridge (Fig. 8), rimane virtuosa, segnalando come il riassorbimento dell'eccesso di domanda si stia verificando senza grossi impatti sul numero di disoccupati.

**Fig. 7 - Il tasso di posizioni vacanti è sceso dai picchi del 2022, ma resta su livelli storicamente elevati**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

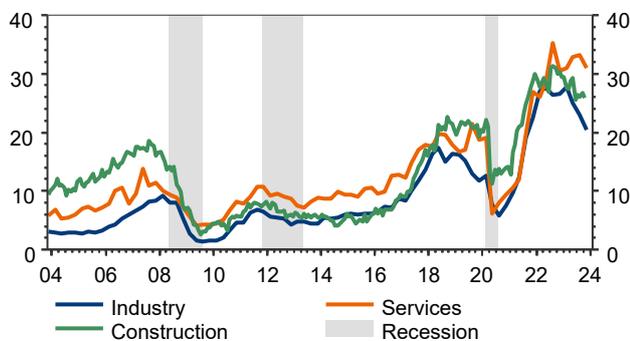
**Fig. 8 - La curva di Beveridge resta molto inclinata, il che segnala che la riduzione delle posizioni vacanti potrebbe accompagnarsi a un aumento solo moderato della disoccupazione**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

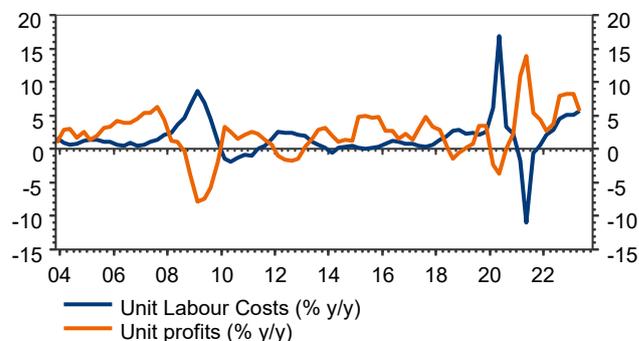
Un altro segnale di tensione del mercato del lavoro è l'elevata percentuale di imprese che riporta **difficoltà nel reperire manodopera** (Fig. 9), che inizia a mostrare segnali di normalizzazione ma rimane elevata in prospettiva storica; in tale contesto, le imprese preferirebbero evitare licenziamenti al fine di non dover tornare a fronteggiare una riacutizzazione di tali colli di bottiglia in caso di ripartenza del ciclo. Tale opzione implica ceteris paribus una riduzione dei margini di profitto delle imprese, che peraltro sono cresciuti molto negli ultimi anni (Fig. 10) e sembrano dunque poter avere spazi di manovra nell'assorbire i maggiori costi occupazionali.

**Fig. 9 - La percentuale di imprese che riportano difficoltà nel reperire manodopera cala leggermente, ma resta storicamente elevata**



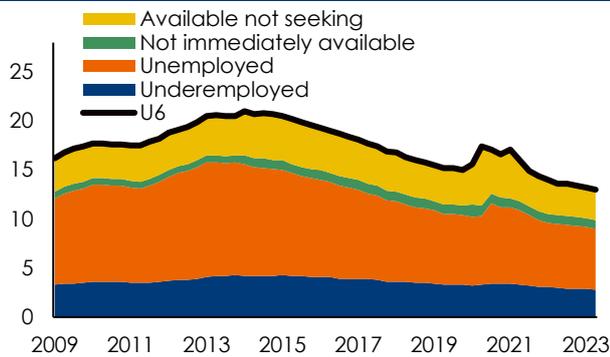
Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

**Fig. 10 - Una crescita dei profitti superiore a quella del costo del lavoro ha permesso sinora alle imprese di salvaguardare i livelli occupazionali**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

Ancora nel 1° semestre 2023, e nei mesi estivi, il mercato del lavoro in area euro non ha mostrato segnali di significativo deterioramento. Una misura del **grado di risorse inutilizzate** sul mercato del lavoro ovvero di "sottoccupazione" come U6 (Fig. 11), che include, oltre alla disoccupazione vera e propria, anche il part-time involontario e il bacino di inattivi che dichiarano di voler lavorare, ha toccato un minimo storico nel 2° trimestre, con progressi diffusi a tutte le categorie sopra indicate. Prosegue infine anche il recupero del **tasso di partecipazione**, ormai tornato in linea con il trend pre-pandemico (Fig. 12), non solo per la popolazione strettamente in età lavorativa, ma anche per la fascia demografica allargata 15-74 anni.

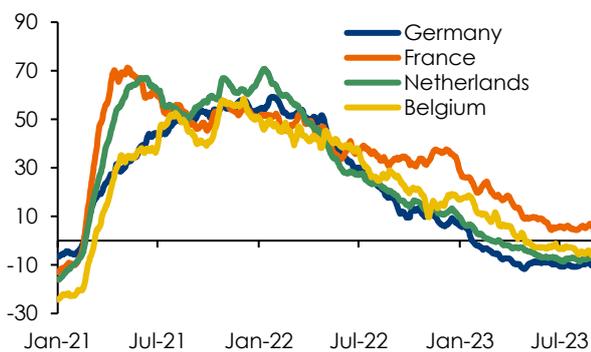
**Fig. 11 – Il grado di risorse inutilizzate sul mercato del lavoro è ai minimi storici**

Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

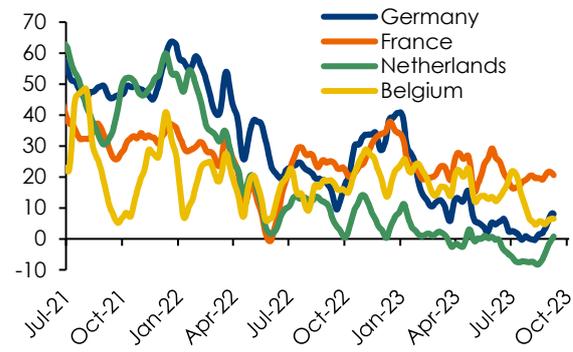
**Fig. 12 – Tasso di partecipazione**

Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Non possiamo escludere che la situazione peggiori drasticamente nei prossimi mesi ma, tra i pochi **indicatori ad alta frequenza** disponibili, le offerte di lavoro aperte sul portale Indeed (Figg. 13-14) sembrano confermare la **tendenza di rallentamento in atto ormai da inizio anno, senza segnalare però un crollo della domanda**. Tali dati sarebbero compatibili con un calo del tasso di posizioni vacanti nel 2° semestre del 2023 a fronte però di un tasso di disoccupazione poco variato.

**Fig. 13 – Var % a/a del totale delle offerte di lavoro aperte su Indeed**

Fonte: Intesa Sanpaolo, Indeed Hiring Lab

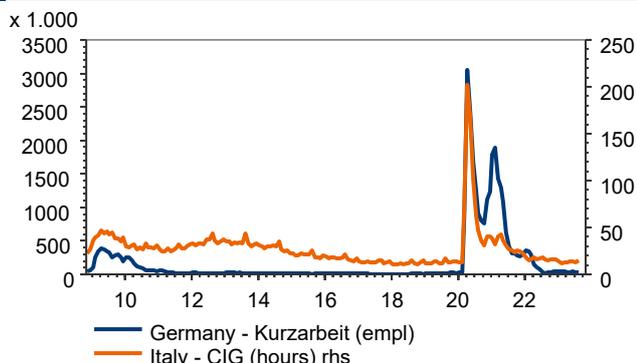
**Fig. 14 – Variazione % a/a delle nuove offerte di lavoro aperte su Indeed**

Nota: media mobile a 30 giorni. Fonte: Intesa Sanpaolo, Indeed Hiring Lab

Anche le informazioni disponibili sul ricorso agli **schemi di protezione del lavoro ad orario ridotto** (come Cassa Integrazione Guadagni in Italia, *Kurzarbeit* in Germania e *Chômage partiel* in Francia) non mostrano segnali di significativo indebolimento (Fig. 15).

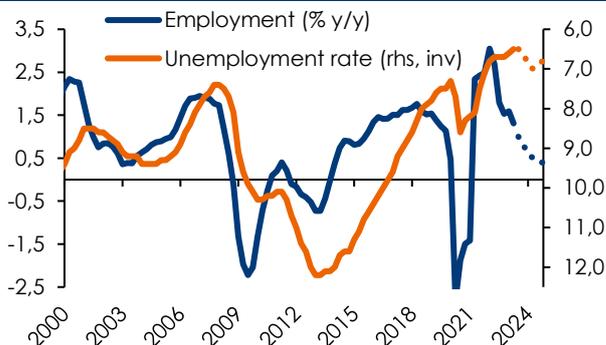
In sintesi, le dinamiche recenti non sono necessariamente indicative del comportamento futuro, tuttavia, la solidità mostrata dal mercato del lavoro sembra puntare verso uno scenario in cui **l'aumento del tasso di disoccupazione nei prossimi trimestri risulti complessivamente contenuto, con un picco che stimiamo al 7% a metà 2024; la crescita dell'occupazione, in coerenza con l'indebolimento del ciclo e con quanto segnalato dalle indagini di fiducia, è attesa rallentare progressivamente, sotto 0,5% a/a nel corso del 2024** (Fig. 16), dall'1,2% stimato per il 2023.

**Fig. 15 – Il ricorso ai programmi governativi ad orario ridotto è ancora modesto**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Bundesagentur fur Arbeit, INPS

**Fig. 16 – Prevediamo un rallentamento dell'occupazione e un moderato aumento della disoccupazione nei prossimi trimestri**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

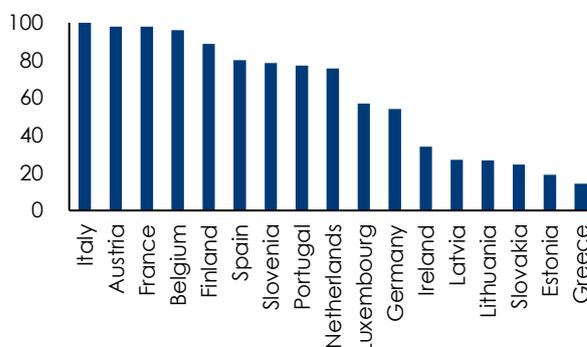
A fronte di una probabile frenata della crescita occupazionale e di un aumento moderato del tasso dei senza-lavoro, **ci aspettiamo che la ripresa dei salari** (a meno di sviluppi congiunturali particolarmente sfavorevoli) **possa proseguire per gli effetti dei rinnovi contrattuali finalizzati a un parziale recupero di potere d'acquisto dei lavoratori**, considerato che oltre la metà dei lavoratori nell'Eurozona sono coperti da contratti collettivi (Fig. 18). Il picco della crescita delle retribuzioni dovrebbe essere già stato superato, ma secondo le nostre previsioni la dinamica annua dovrebbe restare superiore alla media storica anche nei prossimi trimestri (Fig. 17), prima di convergere verso il 3% nel 2025.

**Fig. 17 – La crescita delle retribuzioni pro-capite potrebbe aver superato il picco, ma resterà sopra la media storica nei prossimi trimestri**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

**Fig. 18 – % di lavoratori coperti da un contratto collettivo**

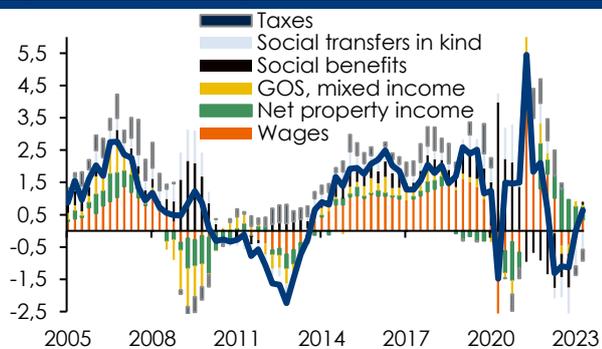


Fonte: Intesa Sanpaolo, OECD

In conclusione, **ci aspettiamo un deciso rallentamento della crescita occupazionale nei prossimi trimestri** e un **moderato aumento del tasso di disoccupazione**. **Riteniamo però che la ripresa dei salari possa proseguire**, guidata dal tentativo di recupero del potere d'acquisto perduto. Il nostro scenario centrale di crescita del PIL per l'Eurozona è meno ottimistico rispetto a quello delineato dalla BCE: vediamo una sostanziale stagnazione dell'economia dell'area euro tra fine 2023 e inizio 2024, e anzi non si può escludere qualche trimestre di lieve contrazione dell'attività economica (come quello visto nei mesi estivi) tra fine 2023 e la prima metà del 2024, principalmente per via degli effetti della restrizione monetaria. In tale contesto, almeno nel caso in cui l'ipotesi di recupero del reddito disponibile reale delle famiglie dovesse essere confermata (Figg. 19-20), **la BCE sarebbe probabilmente disposta a tollerare un modesto episodio recessivo** senza avere fretta di tagliare i tassi di riferimento, in attesa di maggiore evidenza di convergenza dell'inflazione core verso l'obiettivo del 2% (nello scenario delineato, la ripresa dei salari nominali

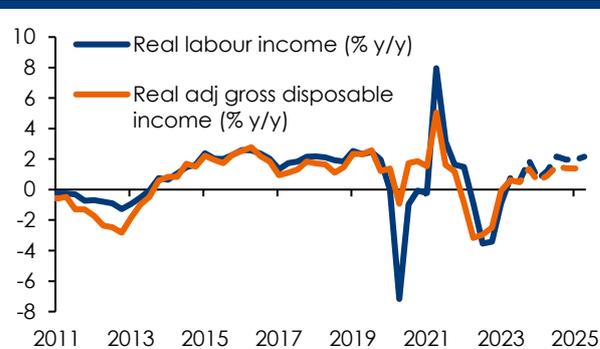
e il calo della produttività suggeriscono la presenza di rischi al rialzo sulla dinamica dei prezzi al consumo al netto delle componenti più volatili).

**Fig. 19 – La variazione annua del reddito disponibile reale delle famiglie è tornata positiva già nel 2° trimestre 2023**



Nota: contributi alla crescita annua del reddito disponibile reale.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

**Fig. 20 – La crescita dei redditi da lavoro proseguirà nei prossimi trimestri e sosterrà la ripresa del reddito disponibile**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati BCE

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)  
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com  
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)  
Aniello Dell'Anno  
Andrea Volpi  
Simone Zava

paolo.mameli@intesasnpaolo.com  
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com  
andrea.volpi@intesasnpaolo.com  
simone.zava@intesasnpaolo.com