

Focus Area euro

## Il mercato del lavoro alla prova dei rischi geopolitici

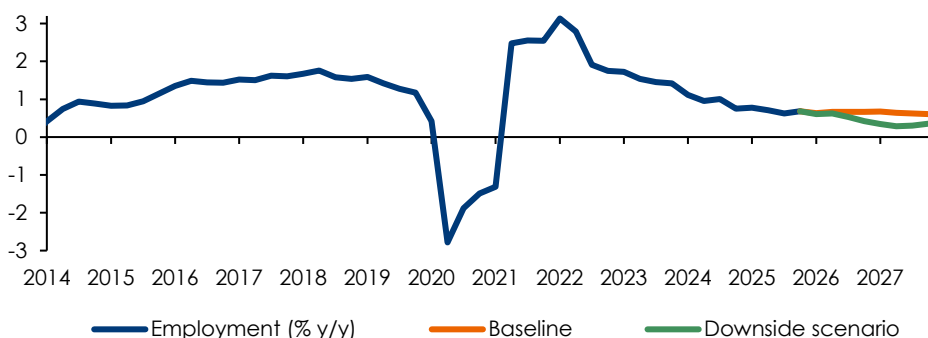
La tenuta del mercato del lavoro è stata una caratteristica peculiare dell'Eurozona negli ultimi anni. Gli impatti della restrizione monetaria e della crisi energetica sono infatti risultati asimmetrici, con un effetto assai maggiore sul PIL che non sull'occupazione. Analizziamo i fondamentali del mercato del lavoro europeo e ne valutiamo le prospettive in due scenari geopolitici. Assumendo un'evoluzione di breve durata del conflitto in Medio Oriente, che non faccia deragliare la ripresa e non metta a rischio la tendenza al recupero di produttività e profitti aziendali, l'impatto sarebbe limitato. Gli effetti potrebbero essere non trascurabili nel caso di un conflitto prolungato. Ipotizzando un aumento dei prezzi energetici che non generi un disancoramento delle aspettative d'inflazione, prevediamo che nei prossimi trimestri possa proseguire il trend di graduale decelerazione delle retribuzioni.

■ **A fine 2025, l'occupazione nell'area euro è cresciuta ancora, registrando il diciannovesimo trimestre consecutivo di espansione.** Rispetto alla fine del 2019, è stato il settore dell'Information and Communication Technology (ICT) a registrare la maggiore crescita, con un aumento di quasi il 30%. **Circa la metà dei nuovi posti di lavoro creati nell'ultimo quinquennio è dovuta ai settori dell'ICT e dei servizi sanitari,** a fronte di un calo del settore manifatturiero. Al momento non ci sono ancora evidenze significative di una prevalenza di impatti negativi dell'IA sul mercato del lavoro.

■ Un recente working paper della BCE ha spiegato la tenuta del mercato del lavoro negli ultimi anni, sottolineando come **l'assenza di un meccanismo automatico di piena indicizzazione dei salari ai prezzi abbia ridotto il costo relativo del lavoro rispetto a quello del capitale,** in un contesto di aumento dei tassi di interesse e dei costi dell'energia. **Ciò ha incentivato la creazione di nuovi posti di lavoro e la protezione di quelli esistenti,** nonostante la minore intensità di capitale e il calo della produttività.

■ In uno **scenario favorevole** sull'evoluzione della guerra in Medio Oriente, l'impatto sul mercato del lavoro nell'Eurozona potrebbe risultare limitato. Il ritorno alla crescita della produttività e dei profitti aziendali rimarrebbe infatti compatibile con una **crescita dell'occupazione intorno a 0,6% nel 2026-27 in un contesto di normalizzazione della dinamica salariale.** In uno **scenario avverso** sul contesto geopolitico, la crescita occupazionale rallenterebbe fino a 0,3% nel 2027, e il tasso di disoccupazione tornerebbe a salire. Anche in questo caso l'adeguamento dei salari ai prezzi non sarebbe né completo né immediato, ma il rischio di disancoramento delle aspettative d'inflazione potrebbe generare pressioni al rialzo.

**In uno scenario di durata limitata della guerra in Medio Oriente, il mercato del lavoro nell'area euro dovrebbe restare solido; gli effetti potrebbero essere non trascurabili nel caso di un conflitto prolungato**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

18 marzo 2026

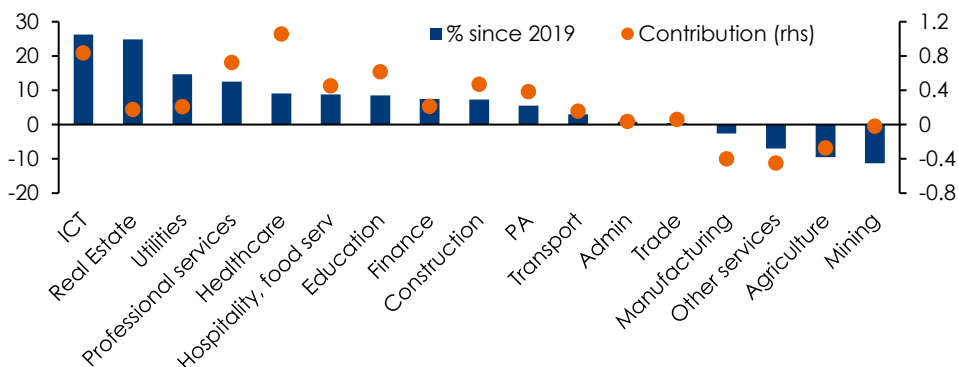
Research Department

Macroeconomic Research

Andrea Volpi  
Economista - Area euro

**Nel 4° trimestre del 2025 la crescita occupazionale nell'area euro si è stabilizzata allo 0,2% t/t, al diciannovesimo trimestre consecutivo di espansione.** Anche la variazione tendenziale è rimasta invariata allo 0,6%. Tuttavia, **il dato nasconde una certa variabilità tra paesi e settori.** A fine 2025, gli occupati sono diminuiti di -0,1% t/t (-0,1% a/a) in Germania, sono risultati poco variati in Francia (+0,1% a/a), sono cresciuti di +0,3% t/t (+0,6% a/a) in Italia e di +0,9% t/t (+2,8% a/a) in Spagna. In sostanza, i dati relativi agli ultimi tre mesi dello scorso anno confermano la maggiore brillantezza dell'Europa meridionale rispetto alle economie core, una divergenza che ha caratterizzato il quadro ciclico e occupazionale europeo dopo la pandemia.

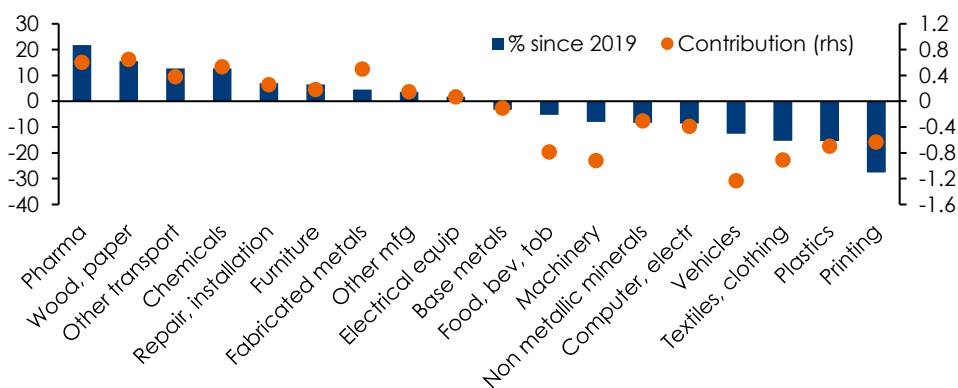
**Fig. 1 – Crescita dell'occupazione per settore da fine 2019**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Anche su base settoriale, i dati evidenziano un quadro ancora favorevole, ma con molte differenze per comparto. Su base tendenziale, quasi tutti i settori di attività registrano variazioni positive: gli occupati nel manifatturiero hanno ricominciato a crescere solo recentemente, dopo il calo subito nel biennio precedente, mentre si conferma una tendenza di espansione robusta per i servizi ricettivi e le costruzioni. A partire dall'estate, il ritmo delle assunzioni nei servizi tecnologici e di comunicazione e nei servizi professionali ha subito un rallentamento, dopo una serie di trimestri di solida espansione. **Rispetto alla fine del 2019, è stato proprio il settore dell'Information and Communication Technology (ICT) a registrare la crescita maggiore**, con un aumento di quasi il 30%. Nel complesso, **circa la metà dei nuovi posti di lavoro creati nell'ultimo quinquennio è dovuta a ICT e servizi sanitari, che hanno compensato il calo del settore manifatturiero** (-2,6% dal 4° trimestre del 2019).

**Fig. 2 – Crescita occupazionale (%) da fine 2019 per comparto manifatturiero e contributo sul totale**

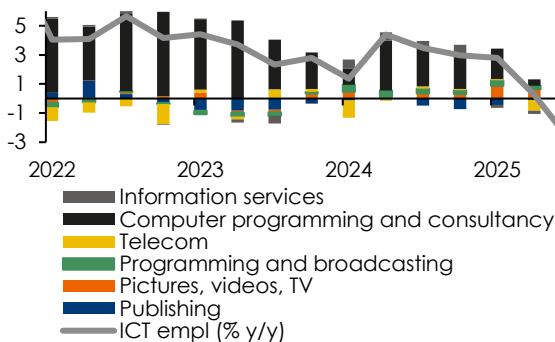


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Il **manifatturiero** ha perso oltre 600 mila posti di lavoro **rispetto alla fine del 2019**, ma, anche in questo caso, con notevoli differenze per sotto-settore. **I comparti più penalizzati sono quelli del tessile, della plastica e dell'automotive**. Al contrario, **i maggiori progressi sono stati registrati nei settori della farmaceutica, della chimica e degli altri mezzi di trasporto**.

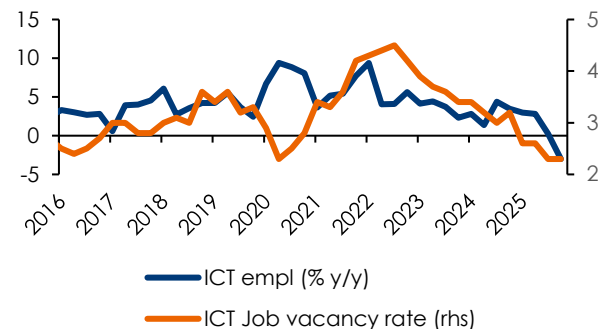
**All'interno dell'ICT, la creazione di nuovi posti di lavoro è stata invece trainata da programmazione e consulenza. L'occupazione nel settore si è però contratta per tre trimestri consecutivi a fine 2025 e anche il tasso di posizioni vacanti è diminuito tornando al di sotto della media registrata nel quinquennio 2015-19**. La prima contrazione della crescita tendenziale delle assunzioni nel comparto informatico dopo oltre un decennio potrebbe essere una prima evidenza che la domanda nel settore stia iniziando a risentire della sostituzione di posti di lavoro nell'ambito software e programmazione con sistemi di intelligenza artificiale. Anche l'indagine della BCE condotta tra le imprese non finanziarie ha evidenziato un contesto di riduzione dei costi e di crescente integrazione dell'intelligenza artificiale nei processi lavorativi, al fine di consentire una crescita dell'attività senza un aumento delle assunzioni. Sono inoltre emersi segnali di sostituzione di mansioni intellettuali, con evidenze aneddotiche di maggiori difficoltà da parte dei neolaureati nel trovare lavoro.

**Fig. 3 – Nell'ICT la crescita dell'occupazione sembra essersi interrotta**



Nota: contributi alla crescita % a/a. Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

**Fig. 4 – Al calo delle assunzioni nel comparto ICT si associa anche una diminuzione del tasso di posizioni vacanti**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Al momento però le evidenze dell'impatto dell'IA sul mercato del lavoro non offrono ancora indicazioni univoche. La stessa **BCE**, in un recente blog post<sup>1</sup> in cui vengono rielaborati i risultati dell'indagine SAFE, non ha analizzato gli aspetti settoriali ma ha riportato che quasi il 90% delle imprese con più di 250 occupati (il 60% per le piccole imprese) usa strumenti di IA grazie ai bassi costi di utilizzo (solo il 25% delle imprese invece riporta investimenti nello sviluppo di strumenti di IA). L'indagine evidenzia come gli scopi di utilizzo dell'IA abbiano implicazioni diverse sul mercato del lavoro: le imprese che la utilizzano per fini di ricerca, sviluppo e innovazione sono più propense ad assumere personale aggiuntivo, mentre quelle che la usano per ridurre i costi riportano un calo delle assunzioni e un aumento dei licenziamenti. Al momento, però, **l'effetto netto dell'IA sembra essere ancora favorevole sul mercato del lavoro**: le imprese che usano l'IA in maniera significativa hanno circa il 4% di probabilità in più di aumentare le assunzioni, e solo il 15% delle aziende che utilizzano l'IA cita la riduzione dei costi del lavoro come fattore determinante.

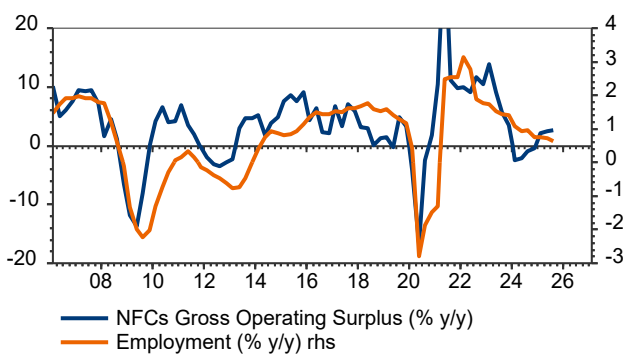
La tenuta del mercato del lavoro è comunque una caratteristica peculiare dell'Eurozona sin dallo scoppio della pandemia, e non è imputabile solamente a settori in forte crescita come la tecnologia. Infatti, già dal 2020, durante i mesi di lockdown, i cosiddetti Short Time Work Schemes, come la Cassa Integrazione in Italia, lo Chômage Partiel in Francia e il Kurzarbeit in Germania,

<sup>1</sup> Lebastard L., Sondermann D., Artificial Intelligence: friend or foe for hiring in Europe today? The ECB Blog, March 2026

hanno impedito un'ondata di licenziamenti e limitato il mismatch tra domanda e offerta di lavoro una volta che la ripresa dell'attività post-pandemica si è tradotta in una forte crescita della domanda di lavoro. La forza non è venuta meno nemmeno dopo lo shock inflazionistico e la conseguente stretta monetaria da parte della Banca Centrale Europea. In particolare, come certificato da un recente working paper della BCE<sup>2</sup>, **l'assenza di un meccanismo automatico di piena indicizzazione dei salari ai prezzi ha ridotto il costo relativo del lavoro per le imprese rispetto a quello del capitale**, in un contesto di aumento dei tassi di interesse e dei costi dell'energia. Di conseguenza è rimasto vantaggioso per le imprese proteggere i posti di lavoro esistenti, e anzi crearne di nuovi, a fronte di una minore intensità di capitale. Non è quindi un caso che il calo dell'occupazione nel settore manifatturiero sia risultato inferiore rispetto a quello del valore aggiunto. In altri termini, **a causa della struttura del mercato del lavoro, l'impatto della restrizione monetaria è risultato asimmetrico, ed è risultato più forte su PIL e valore aggiunto che sull'occupazione, traducendosi in un calo della produttività**.

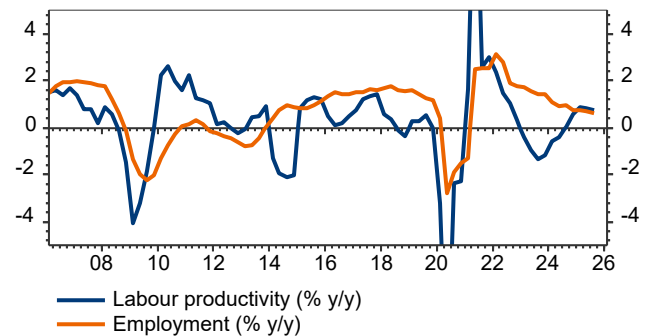
Con il progressivo recupero dei salari (anche in termini reali), questi elementi di supporto si sono ridimensionati, ma **il recupero delle dinamiche di produttività e la ripresa dei profitti aziendali hanno permesso alla crescita occupazionale di mantenersi positiva**.

Fig. 5 – Nel 2025 i profitti aziendali sono tornati a crescere



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Fig. 6 – Dopo la divergenza post-pandemica, occupazione e produttività per occupato sono tornati ad allinearsi



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

Anche la relazione tra tasso di disoccupazione e posizioni vacanti sembra riflettere queste dinamiche: dal 2022, infatti, la **curva di Beveridge** ha assunto un'inclinazione anomala rispetto al passato, caratterizzata da un **calo del tasso di disoccupazione che è proseguito anche in un contesto di normalizzazione del tasso di posizioni vacanti** rispetto ai picchi del 2022. Sulla base della relazione storica pre-pandemica, il progressivo calo delle posizioni vacanti potrebbe tradursi in un aumento del tasso di disoccupazione nei prossimi trimestri.

Tuttavia, un indicatore di tensione del mercato del lavoro, come **il rapporto tra il tasso di posizioni vacanti e il tasso di disoccupazione, si trova ancora ben al di sopra della media storica, anche a causa della cronica scarsità di manodopera in alcuni settori**. Inoltre, il calo del tasso dei senza-lavoro in alcuni paesi come l'Italia ha risentito di dinamiche demografiche che si faranno sempre più pressanti nei prossimi anni, determinando un mercato del lavoro strutturalmente più teso che in passato. In altri termini, sebbene lo spazio di ulteriore discesa del tasso di disoccupazione sia più limitato rispetto al biennio precedente, riteniamo che anche in un contesto di rallentamento dell'occupazione ci siano minori pressioni rialziste sulla disoccupazione rispetto al passato.

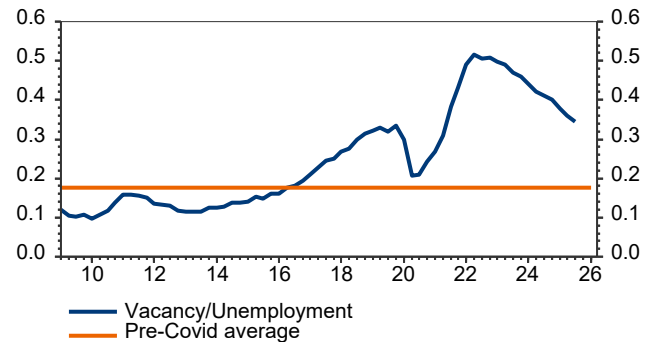
<sup>2</sup> Consolo A., Foroni C., Hjelm L., The labour market in the euro area: and yet, it moves! ECB Working Paper series No 3180, Feb 2026

**Fig. 7 – Dopo la pandemia la Curva di Beveridge evidenzia una condizione di calo contemporaneo di disoccupazione e posizioni vacanti**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

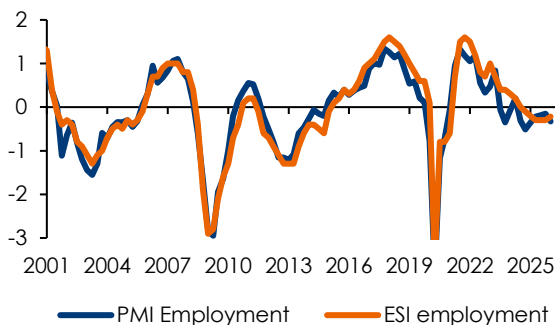
**Fig. 8 – Il rapporto tra il tasso di posizioni vacanti e quello di disoccupazione si sta normalizzando ma resta superiore alla media pre-pandemica**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

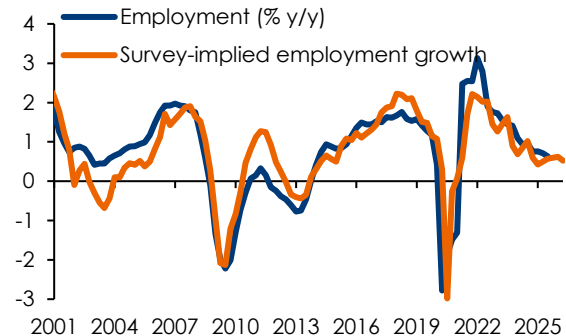
Per quanto riguarda la domanda di lavoro, **le intenzioni di assunzione contenute nelle indagini di fiducia hanno perso spinta all'inizio del 2026**, anticipando un rallentamento della crescita degli occupati nella prima metà dell'anno. Anche **le imprese non finanziarie intervistate dalla BCE a inizio gennaio hanno delineato uno scenario di modesta crescita occupazionale nel corso del 2026**.

**Fig. 9 – Le intenzioni di assunzione delle indagini di fiducia sono tornate sotto la media storica...**



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

**Fig. 10 – ... ma restano ancora compatibili con una, sia pur modesta, crescita degli occupati nella prima metà del 2026**



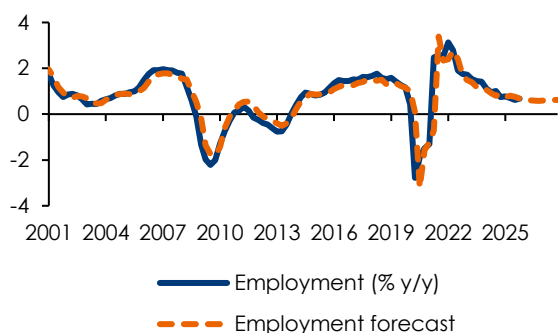
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, EU Commission DG Ecofin, S&P Global

Su base settoriale, **le imprese hanno riportato una maggiore debolezza nel settore manifatturiero, in particolare nei comparti della chimica e dell'automotive**, a causa della fiacchezza della domanda, dell'aumento dei costi e della maggiore concorrenza extra-europea. Al contrario, **i comparti più esposti alla domanda di servizi di consumo, come quelli ricettivi e dei trasporti, hanno registrato il maggior dinamismo**. Rimane infine solida, ma con difficoltà nel reperire manodopera, soprattutto per i profili più specializzati, la domanda per i settori dell'energia, delle costruzioni, dell'aeronautica e della difesa.

## Occupazione e salari in due differenti scenari geopolitici

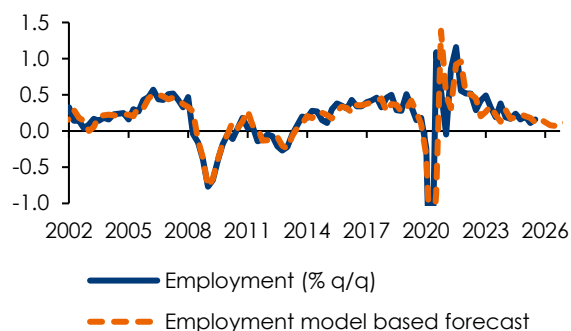
**La prossima sfida che attende il mercato del lavoro nell'Eurozona sarà il nuovo shock energetico derivante dal conflitto in corso in Medio Oriente.** In uno scenario favorevole, con un conflitto di durata non superiore a due mesi e una chiusura dello Stretto di Hormuz per poche settimane, l'inflazione nell'Eurozona sarebbe più alta fino a mezzo punto nel 2026 e l'impatto sulla crescita del PIL area euro nel 2026 sarebbe limitato a 0,1-0,2%. In questo scenario, l'impatto sul mercato del lavoro sarebbe complessivamente trascurabile (meno di un decimo annuo) e non ci indurrebbe, almeno per il momento, a rivedere in misura significativa le nostre precedenti previsioni sulla crescita occupazionale. **Lo scenario favorevole sarebbe compatibile con una stabilizzazione dell'incremento degli occupati intorno a 0,6% in media annua nel biennio 2026-27** (da 0,7% nel 2025), una previsione in linea con una **crescita media degli occupati compresa tra 0,1% e 0,2% t/t nei prossimi trimestri.**

**Fig. 11 – Nello scenario favorevole la crescita dell'occupazione si attesterebbe intorno a 0,6% nel 2026-27...**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

**Fig. 12- ...compatibilmente con un aumento medio degli occupati di 0,1-0,2% t/t nei prossimi trimestri**

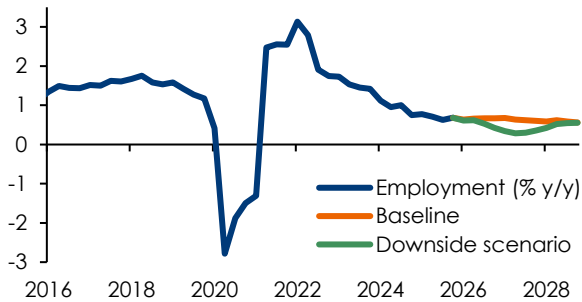


Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

In uno **scenario avverso**, in cui il conflitto duri fino a sei mesi e si allarghi ad altri paesi della regione, con gravi danni ad alcune importanti infrastrutture energetiche nel Golfo e un traffico marittimo attraverso lo Stretto di Hormuz che si interrompa completamente per diverse settimane, l'inflazione nell'area euro salirebbe oltre il 3% per tutto il resto dell'anno, sottraendo altri tre-quattro decimi alla crescita del PIL Eurozona nel 2026<sup>3</sup>. In tale scenario, **l'impatto sull'occupazione sarebbe quantificabile in circa due decimi nel 2026 con effetti di trascinamento anche sul 2027, compatibilmente con una crescita media a 0,4% quest'anno e 0,3% il prossimo.** In questo scenario, il tasso di disoccupazione potrebbe tornare a salire nei prossimi trimestri fino a circa il 6,5%.

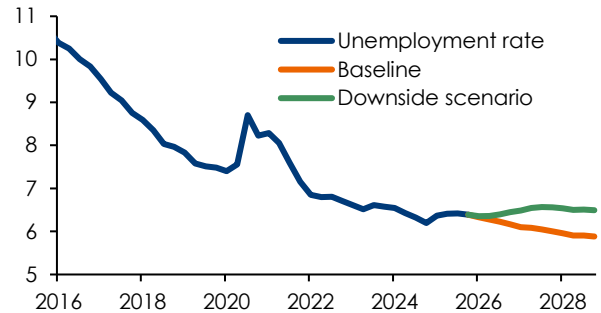
<sup>3</sup> La BCE, nelle proiezioni ufficiali dello staff di dicembre 2023, aveva stimato che in uno scenario geopolitico di rischio caratterizzato da una chiusura di Hormuz e da un prezzo del Brent a 130 dollari al barile e del TTF a 83 euro per MWh nel 2° trimestre dell'anno, la crescita del PIL sarebbe più bassa di 0,7pp nel primo anno di shock e di 0,3pp nel secondo anno.

**Fig. 13 – In uno scenario geopolitico più sfavorevole, il rallentamento dell'occupazione sarebbe più pronunciato...**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

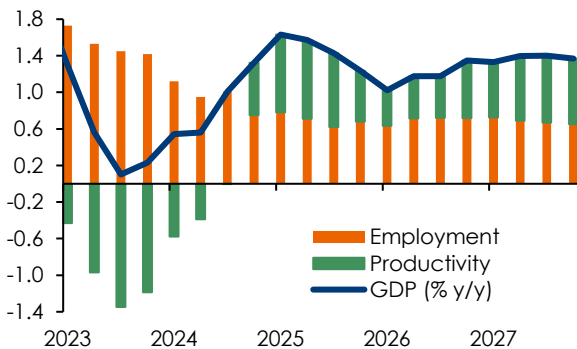
**Fig. 14 – ...e il tasso di disoccupazione potrebbe tornare a salire, sia pur moderatamente**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

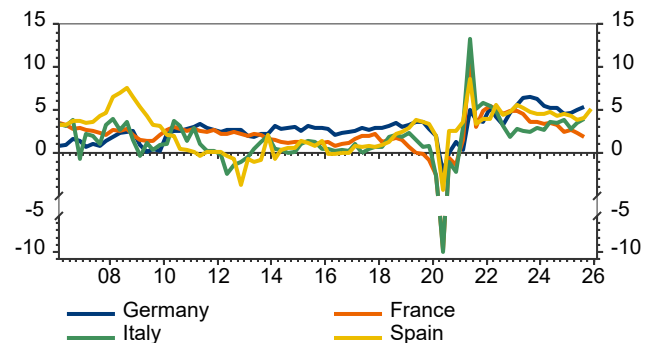
Nello scenario favorevole, caratterizzato da un proseguimento della crescita occupazionale ma a ritmi inferiori rispetto a quelli del PIL, **la produttività media per occupato tornerebbe a crescere nel 2026 dopo due anni di calo, e manterrebbe un ritmo di espansione positivo, seppur modesto, l'anno successivo, per una media 2026-27 a 0,4-0,5%**. Al contrario, **nello scenario avverso la produttività tornerebbe stagnante nel 2026 prima di tornare a crescere l'anno seguente**.

**Fig. 15 – La produttività è tornata a crescere nel 2025, e, nello scenario di base, resterebbe moderatamente positiva nel 2026-27**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 16 – Crescita annua delle retribuzioni per occupato nelle principali economie dell'area euro**



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

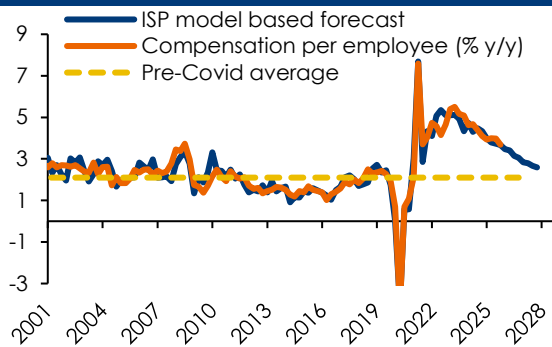
Sul fronte salariale, nel 4° trimestre la crescita delle **retribuzioni per occupato** (l'indicatore favorito dalla BCE per monitorare il costo del lavoro) ha decelerato al 3,7% a/a dopo due trimestri di stabilizzazione al 4%.

Per prevedere la dinamica futura dei salari nell'aggregato dell'Eurozona, utilizziamo un modello ECM. Nel lungo periodo (equazione 1) le retribuzioni per occupato (*Comp*) si evolvono in linea con produttività (*prod*) e inflazione passata (*HICP*). Nel breve termine (equazione 2) intervengono anche le aspettative sui prezzi a 1 anno della Survey of Professional Forecasters della BCE (*Infl\_exp*) e il rapporto tra tasso di posizioni vacanti e di disoccupazione (*VU*), la nostra misura favorita di tensione sul mercato del lavoro.

$$(1) \text{Comp}_t = \alpha_1 + \alpha_2 \text{prod}_t + \alpha_3 \text{HICP}_{t-i} + \varepsilon_t$$

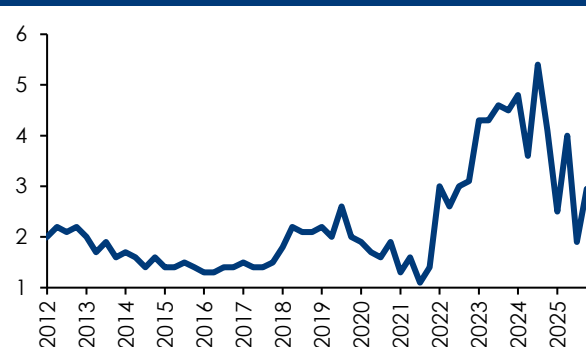
$$(2) \Delta \text{Comp}_t = \beta_1 + \sum_{i=1}^n \beta_2 \Delta \text{prod}_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_3 \Delta \text{HICP}_{t-i} + \beta_4 \varepsilon_{t-1} + \beta_5 \text{Infl\_exp}_{t-1} + \beta_6 \text{VU}_t + \mu_t$$

**Fig. 17 – Prevediamo una graduale moderazione della crescita salariale nei prossimi trimestri**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 18 – La crescita dei salari negoziati ha registrato una temporanea accelerazione al 3% a/a nel 4° trimestre 2025**



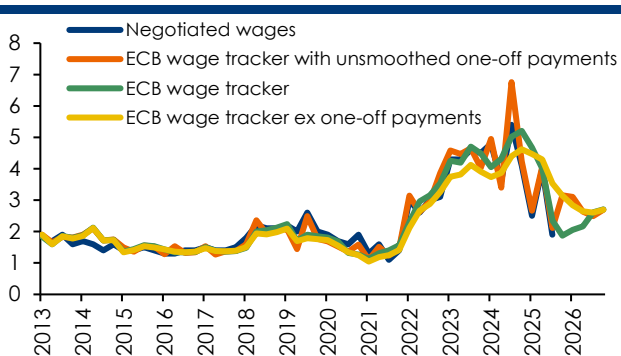
Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

Utilizziamo quindi le nostre previsioni su inflazione e produttività mentre assumiamo che le aspettative d'inflazione si stabilizzino all'1,9% anche nel lungo periodo (ipotizziamo comunque una temporanea risalita delle attese sui prezzi nei trimestri centrali di quest'anno per via dell'aumento dei listini energetici). Per quanto riguarda infine il rapporto tra posizioni vacanti e occupazione (il nostro indicatore favorito circa la tensione sul mercato del lavoro), assumiamo che prosegua la tendenza di discesa ma che l'indicatore rimanga al di sopra della media storica per via di un tasso di posizioni vacanti in convergenza alla media storica di 1,7% entro fine 2026, a fronte di una lieve discesa del tasso di disoccupazione.

In un **contesto di aumento solo temporaneo dell'inflazione e delle aspettative sui prezzi, nonché di un mercato del lavoro ancora in buona salute ma progressivamente meno teso**, il modello prevede una **decelerazione delle retribuzioni per occupato, che passerebbero dal 3,9% registrato nel 2025 al 3,2% nel 2026, al 2,7% nel 2027 e al 2,5% nel 2028**.

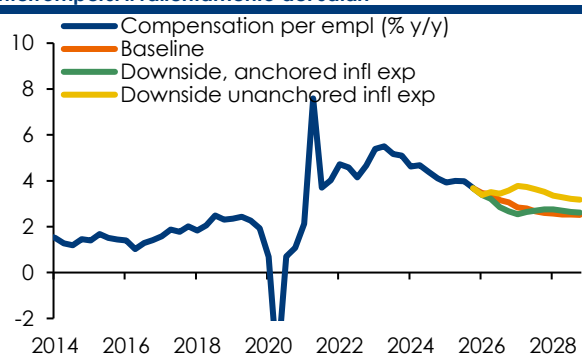
I più recenti dati sui **salari negoziati** (che ovviamente non risentono ancora dei nuovi rischi geopolitici) non contraddicono queste previsioni di crescita salariale in graduale decelerazione. Nel 4° trimestre del 2025, le retribuzioni contrattuali hanno registrato un'accelerazione al 3% a/a, dopo il rallentamento all'1,9% a/a nel trimestre precedente (un minimo dal 4° trimestre del 2021, dovuto a un effetto base sfavorevole sulle retribuzioni tedesche, spiegato dal confronto con i bonus straordinari dell'anno precedente). **La tendenza nel corso del 2026 dovrebbe comunque rimanere discendente, come segnalato dai wage trackers della BCE**.

**Fig. 19 – I tracker della BCE anticipano una convergenza della crescita dei salari negoziati verso il 3% entro fine 2026**



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

**Fig. 20 – In uno scenario più sfavorevole, caratterizzato da un disincoraggio delle aspettative d'inflazione, potrebbe interrompersi il rallentamento dei salari**



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

In sintesi, **nello scenario favorevole è ragionevole assumere che lo shock geopolitico non influenzi significativamente le decisioni di assunzione delle imprese, e solo minimamente il processo di definizione dei salari.**

In uno **scenario più avverso**, caratterizzato da un **rallentamento del mercato del lavoro a fronte di un aumento dell'inflazione e di calo della produttività, la crescita dei salari risentirebbe di fattori divergenti**. Come avvenuto in occasione del precedente shock inflattivo, l'adeguamento del costo del lavoro all'inflazione sarebbe ritardato; il rischio principale è però rappresentato dal disancoraggio delle **aspettative d'inflazione**. Sulla base del nostro modello, un aumento annuo di un punto dell'inflazione attesa dovrebbe avere un impatto di oltre mezzo punto sulla crescita salariale. Perciò, se le aspettative sui prezzi dovessero salire strutturalmente al 3% nel corso del 2026, il percorso di discesa della crescita salariale dovrebbe fermarsi intorno al 3,5%, un ritmo compatibile con maggiori pressioni inflattive anche sui prezzi core. Al contrario, in uno scenario alternativo di attese d'inflazione che restano sotto controllo, dovrebbe essere il deterioramento della domanda di lavoro a prevalere sull'aumento dei prezzi al consumo, con una crescita salariale che nel 2026-27 sarebbe leggermente più bassa rispetto a quella stimata nello scenario di base.

## 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 SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA 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 SpA.

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.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

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 15a-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 SpA 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 Divisione IMI Corporate & Investment Banking ([www.imi.intesasanpaolo.com](http://www.imi.intesasanpaolo.com)) - 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 SpA 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 SpA. 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 SpA.

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 LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, 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 SpA 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 SpA, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.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 separatezza 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 – in accordo con 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 e 2242 ove applicabile, 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 società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

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, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

## Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Riccardo Bellesia

Mario Di Marcantonio

Allegra Fiore

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

riccardo.bellesia@intesasanpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com

allegra.fiore@intesasanpaolo.com

alessia.gavazzi@intesasanpaolo.com

andrea.volpi@intesasanpaolo.com