

Focus Area euro

I canali di trasmissione e “propagazione” dello shock energetico

28 aprile 2026

La trasmissione dello shock energetico innescato dal conflitto in Medio Oriente sull'inflazione dell'area euro dovrebbe avvenire con tempistiche ravvicinate sui carburanti ma più lente sui prezzi di gas ed elettricità. Le prime ricadute al di fuori del settore energetico si avranno sugli alimentari. La propagazione ai listini core potrebbe manifestarsi con ritardi tra i 6 e i 18 mesi, con un pass-through più rapido per i settori più dipendenti dal petrolio ma più duraturo per quelli esposti al gas. Tuttavia, a meno di una persistenza dello shock maggiore rispetto al nostro scenario centrale, al momento i rischi di effetti di seconda battuta appaiono relativamente contenuti.

Research Department

Macroeconomic Research

■ **Il primo canale di trasferimento di uno shock energetico all'inflazione è attraverso i carburanti.**

Al momento, i rincari sono più ampi per il gasolio che per la benzina e gli interventi fiscali ne stanno attenuando la trasmissione. Più lento sarà l'impatto sulle bollette di luce e gas (3-12 mesi), con forte eterogeneità tra paesi. L'inflazione energetica è attesa in salita nei prossimi mesi, con un picco tra l'estate e l'autunno, e una normalizzazione solo da marzo 2027. Lo shock energetico si trasmette anche all'inflazione alimentare tramite costi di produzione, fertilizzanti, processazione e trasporto, con effetti visibili dopo 3-6 mesi e un picco oltre i 12 mesi.

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Riccardo Bellesia
Economista

■ **La propagazione ai prezzi core dovrebbe risultare più ampia e veloce per il petrolio, attraverso carburanti e trasporti, ma più persistente per il gas.**

Le impulse responses di un modello VAR suggeriscono la presenza di un trasferimento statisticamente significativo (ma non completo) di uno shock energetico all'inflazione core, con un ritardo eterogeneo, a seconda del grado di esposizione alle diverse fonti di energia delle componenti del paniere, compreso tra i 6 e i 18 mesi, e con effetti persistenti anche nel lungo periodo.

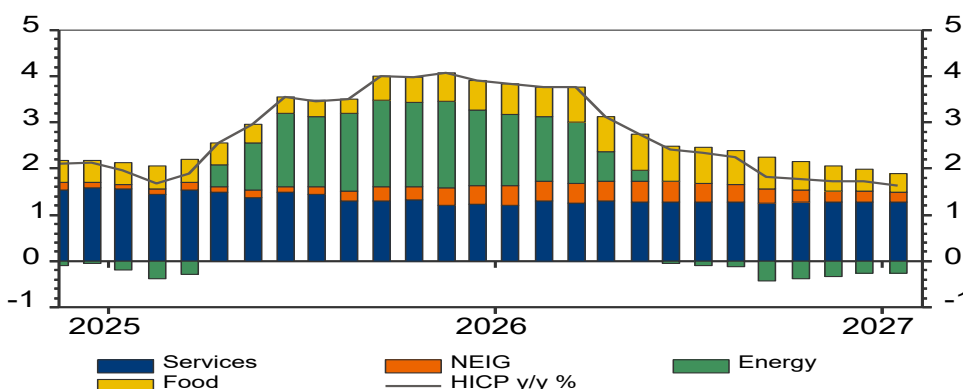
Alessia Gavazzi
Economista

Mario Di Marcantonio
Economista

■ **L'ampiezza dello shock potrebbe accelerare il pass-through** con rischi di eventuali effetti di seconda battuta legati al disancoraggio delle aspettative e conseguenti pressioni al rialzo sul costo del lavoro. Tale eventualità però, a meno che lo shock non si riveli più ampio e più persistente che nel nostro scenario centrale, mantiene al momento una probabilità relativamente contenuta.

■ **Nel nostro scenario di base, il grado di propagazione dello shock al di fuori dell'energia è modesto:** a fronte di un'inflazione headline in media pari al 3,3% nel 2026 (con un picco intorno al 4% a/a tra agosto e ottobre), l'indice core è visto al 2,2% nel 2026 e al 2,3% nel 2027, con un picco al 2,4% nella prima metà del 2027.

Nel nostro scenario centrale, l'inflazione headline potrebbe toccare un picco intorno al 4% nel 2026 ma il trasferimento ai prezzi core dovrebbe risultare moderato



Nota: contributi all'inflazione. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

La letteratura sugli shock energetici ha cambiato impostazione negli ultimi anni

I contributi classici in merito all'impatto sull'economia di una crisi energetica - da [Hamilton \(2003\)](#), sull'asimmetria degli shock petroliferi, a [Blanchard e Galí \(2009\)](#), sul progressivo indebolimento del pass-through - avevano consolidato l'idea che negli anni recenti gli effetti fossero, a differenza che negli anni Settanta/Ottanta, moderati e decrescenti. L'esperienza del 2022-23 ha però mostrato che il **trasferimento all'inflazione generale dipende dal contesto macroeconomico**, dall'ampiezza dello shock e dalla struttura dei mercati energetici.

L'impatto dell'energia, quindi, non è stabile nel tempo. Aumenti contenuti dei prezzi possono essere assorbiti nei margini delle imprese, mentre shock di maggiore entità tendono a produrre un cambio di regime nella formazione dei prezzi. [Bańbura, Bobeica et al. \(2025\)](#) mostrano che, quando le quotazioni delle commodity sono elevate, le componenti fisse del prezzo finale pesano meno in percentuale e i prezzi al consumo diventano più reattivi; nel periodo post-pandemico, il **pass-through del gas è circa raddoppiato rispetto alla media storica**. Un risultato coerente emerge anche da [Neri et al. \(BdL, QEF 792, 2023\)](#), che documentano un forte aumento del coefficiente dei prezzi energetici rispetto al periodo pre-2020. [Baba e Lee \(IMF WP, 2022\)](#) mostrano inoltre che, in contesti di inflazione già elevata e alta sindacalizzazione, si rafforza anche il trasferimento ai salari.

Nel caso europeo, **il gas naturale ha assunto un ruolo centrale nella trasmissione all'inflazione core**. Se il petrolio resta il driver principale degli effetti diretti sull'inflazione energetica, il gas incide maggiormente sull'inflazione non energetica, in quanto il costo dell'energia elettrica rientra tra i costi di produzione di un numero molto elevato di settori produttivi. [López, Odendahl et al. \(ECB WP 2968, 2026\)](#) stimano che uno shock di offerta del gas del 10% aumenti l'inflazione headline di +0,6% dopo un anno, con circa il 75% della risposta cumulata a tre anni dovuto a effetti indiretti. Il canale chiave è quello elettrico: attraverso il merit order, il rincaro del gas si trasferisce ai prezzi dell'elettricità e da lì ai beni industriali non energetici e ai servizi. [Adolfson, Ferrari Minneso et al. \(ECB WP 2968, 2024; JEDC, 2026\)](#) confermano effetti persistenti fino a 12 mesi, con forte eterogeneità tra paesi.

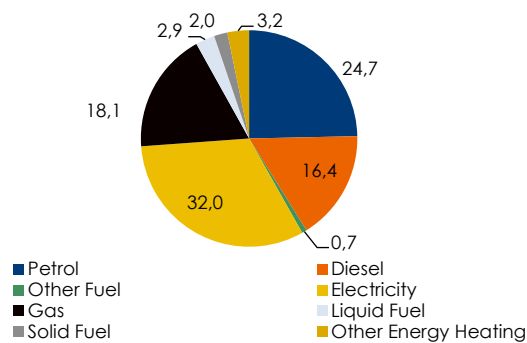
Gli effetti indiretti risultano lenti e persistenti: il picco dell'impatto sull'inflazione core si raggiunge con circa 12 mesi di ritardo e il rientro dei rincari energetici non si traduce immediatamente in un calo della componente di fondo. In questa prospettiva, la crisi recente ha reso molto più evidente un meccanismo che [Conflitti e Luciani \(2019\)](#) avevano già individuato per il petrolio: un pass-through all'inflazione core contenuto ma persistente. Altre argomentazioni in direzione di una persistenza degli shock arrivano dall'asimmetria del pass-through documentata da [Borrillo, Cuadro, Gras & Pérez \(BdE, 2024\)](#), che registrano una trasmissione piena dei rincari dei prezzi delle materie prime energetiche e alimentari, ma solo parziale dei successivi cali.

Più controverso è il ruolo delle aspettative. [Bernanke e Blanchard \(2024\)](#) e [Kilian e Zhou \(2023\)](#) sottolineano che, rispetto agli anni Settanta, **gli effetti degli shock energetici sono risultati nel periodo più recente meno persistenti, grazie ad un migliore "ancoraggio" delle aspettative inflazionistiche di medio/lungo termine**. In occasione dell'ultima crisi, nell'area euro la persistenza è stata maggiore che negli Stati Uniti, per via della più alta esposizione alla crisi del gas russo, come mostrano [Arce, Ciccarelli et al. \(ECB Occasional Paper 343 \(2024\)\)](#).

La trasmissione dello shock ai prezzi al dettaglio dell'energia

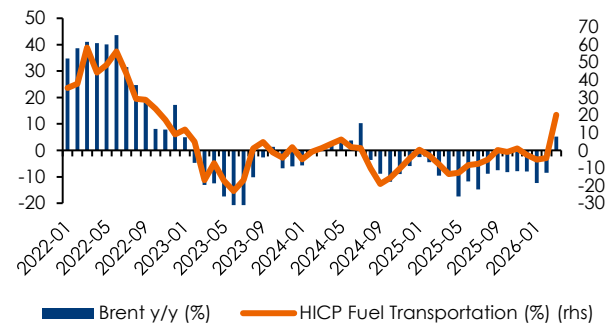
Lo shock sui prezzi delle materie prime innescato dal conflitto in Medio Oriente si trasmette all'indice armonizzato dei prezzi dell'energia nell'area euro attraverso canali caratterizzati da velocità di trasmissione differenti. Secondo i pesi Eurostat COICOP18 2026 (Fig. 1), l'indice dei prezzi al consumo dell'energia nell'Eurozona è composto per il 42% circa da carburanti stradali (benzina 24,7%, gasolio 16,5%, altri 0,7%) e per il 50% circa da elettricità e gas per uso domestico (elettricità 32%, gas 18,1%); il restante 8% è attribuibile ai combustibili per riscaldamento. Secondo il nostro modello, il primo blocco, quello dei carburanti, reagisce alle variazioni del prezzo del Brent in media entro un mese. Il secondo blocco, relativo ai prezzi al dettaglio di gas ed elettricità, incorpora invece ritardi contrattuali e regolatori che possono rinviare la trasmissione da 3 a 12 mesi, con forte eterogeneità tra paesi.

Fig. 1 – I carburanti rappresentano il 40% delle componenti di inflazione energetica



Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

Fig. 2 – I prezzi del petrolio grezzo e dei carburanti si muovono quasi simultaneamente

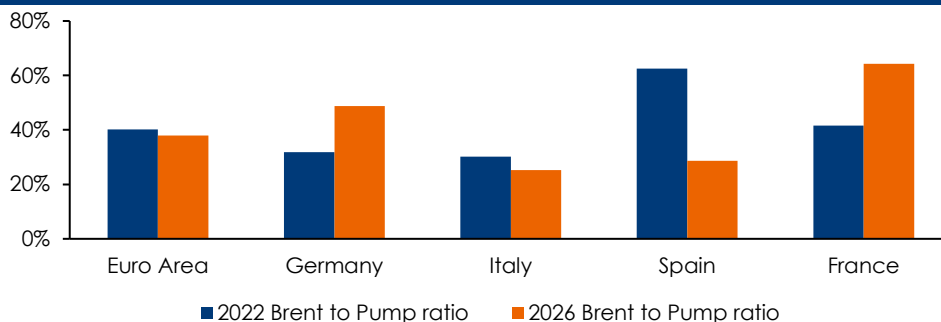


Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

Le caratteristiche dell'attuale situazione nel Golfo Persico stanno innescando rincari più marcati sui derivati del petrolio e quindi sul gasolio (+21,1% m/m in marzo) piuttosto che sulla benzina (+10,4% nello stesso mese). A marzo, il prezzo alla pompa della benzina è salito di circa 20 centesimi al litro e quello del gasolio di quasi 50 centesimi al litro nel giro di poche settimane, il che ha dato un contributo diretto di circa due punti percentuali alla salita dell'inflazione energetica e, dato il peso dell'energia sull'inflazione totale (9,1%), di circa due decimi all'inflazione tendenziale annua.

Il confronto con lo shock del 2022 mostra che, a fronte di un aumento del Brent (in euro) di entità simile (+80,3% nella prima metà del 2022, contro +72,4% tra dicembre 2025 e la media del mese di aprile), **il coefficiente di trasmissione al prezzo dei carburanti (in media) è rimasto sostanzialmente invariato in Eurozona**. Tuttavia, il coefficiente di trasferimento dei prezzi della benzina nell'area euro si è ridotto, passando dal 33% al 23%, mentre quello del gasolio è rimasto leggermente aumentato (53% contro 48% del 2022). Naturalmente, la trasmissione ai prezzi della benzina è stata innanzitutto attenuata dagli interventi fiscali; in secondo luogo, potrebbe essere rimandata ai prossimi mesi, visto che siamo nella fase iniziale dello shock.

Fig. 3 – Sinora, l'entità della trasmissione ai prezzi al dettaglio dei carburanti varia da paese a paese

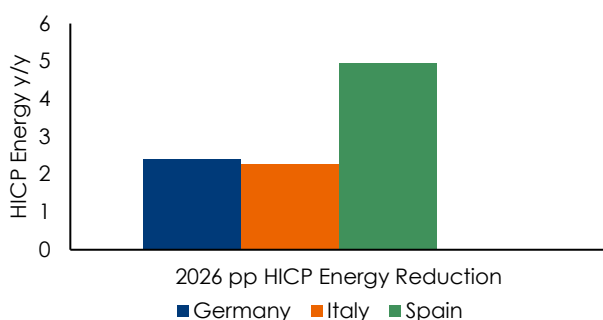


Fonte: Intesa Sanpaolo

Tra le quattro maggiori economie dell'Eurozona, quelle che registrano le riduzioni più marcate della trasmissione sono i paesi che hanno introdotto già dal mese scorso tagli diretti alla tassazione sui carburanti: la Spagna (che ha implementato un taglio di IVA e accise che vale complessivamente 29 centesimi al litro sulla benzina e 23 centesimi al litro sul diesel; il taglio resterà in vigore dal 23 marzo al 30 giugno) **e l'Italia** (che ha introdotto un taglio delle accise per 24 centesimi al litro dal 19 marzo; la misura, sinora, è stata prorogata solo fino al 1° maggio). In Germania, è stata annunciata una riduzione di 17 centesimi al litro su benzina e gasolio dal 1° maggio al 30 giugno, ma l'effetto del coefficiente di trasmissione sui carburanti rimane leggermente più alto in media. Una misura quasi della stessa entità (-17 centesimi sulla benzina e -22 sul diesel) è stata decisa in Irlanda (dal 25 marzo al 30 maggio), mentre interventi di minore ampiezza hanno riguardato Austria e Portogallo. La Francia è l'unico tra i quattro maggiori Paesi a non aver sinora annunciato alcun intervento in tal senso, lasciando crescere la trasmissione ai prezzi alla pompa, ma il Governo starebbe valutando un tetto ai margini della distribuzione al dettaglio, che lascerebbe sostanzialmente invariato il profilo di trasmissione ai prezzi finali.

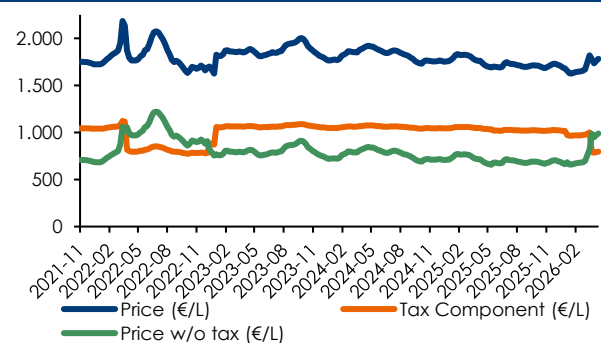
Per quantificare l'impatto degli interventi dei Governi sull'inflazione, occorre fare delle assunzioni in merito al coefficiente di pass-through fiscale, ossia la quota del taglio d'imposta effettivamente trasferita al prezzo pagato dal consumatore. In linea teorica, un taglio di 17 centesimi al litro dovrebbe tradursi in una riduzione di pari entità del prezzo alla pompa; in pratica, tuttavia, una quota compresa tra il 15% e il 30% tende a essere assorbita dai distributori attraverso un ampliamento dei margini. Nelle nostre stime abbiamo ipotizzato un pass-through fiscale del 75%¹ come ipotesi centrale, valore coerente con la letteratura empirica sui recenti tagli temporanei alle imposte sui carburanti in Europa, e con le analisi empiriche su Italia, Germania e Spagna (che suggeriscono un intervallo compreso tra il 65% e l'85%, a seconda del grado di concorrenza del mercato retail e della rigidità nella ridefinizione dei listini). Applicando tale ipotesi ai tagli sinora annunciati, **stimiamo un effetto di contenimento sull'inflazione energetica pari a 2,4 punti percentuali in Germania, 2,2 punti in Italia, 5 punti in Spagna e 1,7 punti sull'intera Eurozona, che si traduce in un impatto di -1,5% sull'inflazione tendenziale mensile dell'area euro** rispetto allo scenario senza misure di supporto. **Poiché, tuttavia, gli interventi hanno durata limitata, sulla media annua 2026 l'effetto si riduce significativamente**: considerando solo gli interventi annunciati sinora, stimiamo un contenimento di circa -0,3% sull'inflazione energetica media dell'area euro, con effetti poco più che trascurabili sull'inflazione headline annua. Il contributo al contenimento è concentrato nel secondo trimestre e si esaurisce nel terzo trimestre.

Fig. 4 – Nel mese in cui sono in vigore, le misure annunciate sinora dai principali Governi potrebbero ridurre di qualche punto percentuale l'inflazione energetica (e perciò di qualche decimo l'inflazione totale)



Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

Fig. 5 – Il taglio della componente fiscale del prezzo della benzina in Italia è di entità simile a quello che fu implementato nel 2022 (e, allora, mantenuto per diversi mesi)



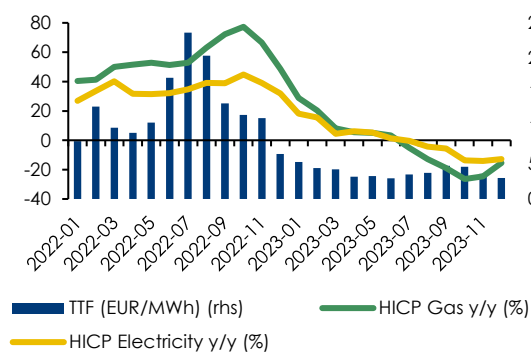
Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

¹ Drolsbach, Gail, Klotz, "Pass-through of temporary fuel tax reductions", *Energy Policy*, December 2023; Juan Luis Jiménez & Jordi Perdigueru & José Manuel Cazorla-Artiles, 2025. "The pass-through of subsidizing petrol consumption: the case of Spain." *SERIEs: Journal of the Spanish Economic Association*, Springer; Spanish Economic Association, vol. 16(1), pages 107-135, March.

Il canale di trasmissione alle bollette di gas ed elettricità è strutturalmente più lento e risente delle caratteristiche istituzionali del mercato dell'energia nei diversi Paesi. In **Italia**, la trasmissione è relativamente rapida (i prezzi al dettaglio del gas tendono ad avere un ritardo rispetto alle variazioni del TTF di 3-6 mesi), perché prevalgono contratti indicizzati su orizzonti relativamente brevi (i prezzi al dettaglio vengono ricalcolati con frequenza trimestrale, per il segmento di mercato tutelato, da ARERA). Anche in **Spagna** l'aggiornamento è trimestrale (da parte di PVPC) e incorpora i prezzi al dettaglio dell'energia elettrica con una formula in larga parte agganciata al prezzo spot sul mercato iberico. In **Germania**, invece, prevalgono contratti al dettaglio a prezzo fisso di 12-24 mesi (e gli acquisti all'ingrosso sono coperti con contratti a termine su orizzonti analoghi). In **Francia**, la tariffa regolata dell'elettricità è rivista due volte l'anno dalla Commission de Régulation de l'Énergie secondo una formula che riflette i costi di approvvigionamento di EDF, dominati dal nucleare e dall'idroelettrico, oltre che dai costi di rete e dagli oneri di sistema.

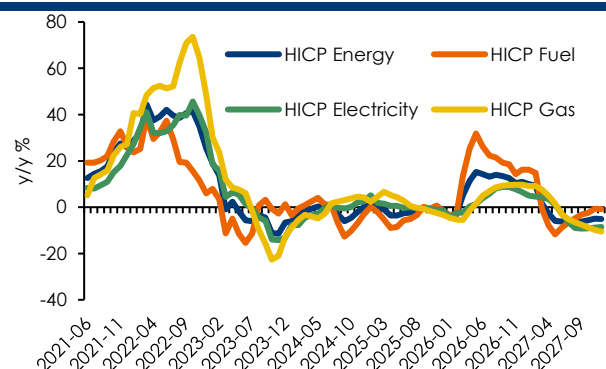
A marzo, l'indice IPCA dei prezzi al consumo del gas nell'area euro era ancora in territorio negativo (-4,8% a/a), così come quello relativo all'energia elettrica (-2,1% a/a). **Secondo le nostre previsioni, entrambe le serie torneranno in territorio positivo da maggio e raggiungeranno un picco intorno al 9% nel quarto trimestre del 2026**, trainate soprattutto da Italia e Germania, mentre i prezzi dell'energia elettrica in Francia dovrebbero rimanere sotto il 3% per tutto l'orizzonte previsivo.

Fig. 6 – Nel 2022, la variazione annua dei prezzi al consumo di gas ed energia elettrica nell'area euro ha toccato un massimo alcuni mesi dopo il picco del TTF



Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

Fig. 7 – I rincari su gas ed elettricità dovrebbero essere più contenuti di quelli sui carburanti



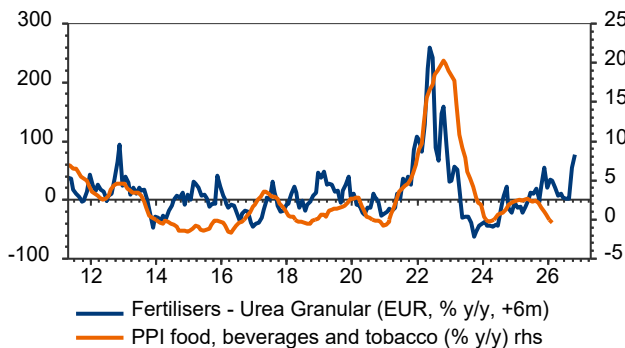
Fonte: Eurostat, Intesa Sanpaolo

Secondo le nostre previsioni, la trasmissione seguirà tre fasi. Nella prima, tra aprile e giugno 2026, l'aumento dell'inflazione energetica, sarà quasi interamente guidato dai carburanti, mentre gas ed elettricità forniranno ancora un contributo limitato. Nella seconda fase, tra luglio e settembre, il gas e l'elettricità entreranno in una fase di rialzo più marcata, mantenendo l'indice energetico su ritmi ancora elevati, attorno al 14%. Nella terza fase, tra ottobre 2026 e febbraio 2027, le pressioni dai carburanti si attenueranno ma l'inflazione energetica resterà elevata perché i prezzi del gas raggiungeranno un picco. Solo da marzo 2027 si dovrebbe vedere, per via di effetti base, una normalizzazione dell'inflazione energetica.

Il primo canale di propagazione: i prezzi alimentari

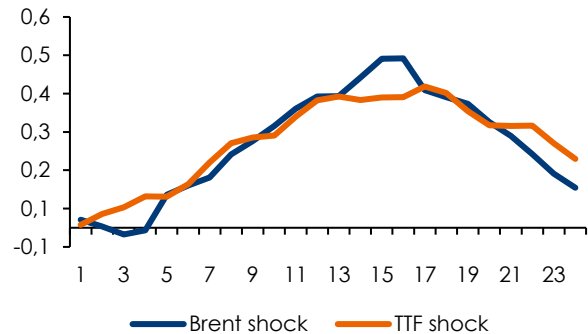
Lo shock energetico dovrebbe avere un impatto rilevante anche sull'inflazione alimentare. **L'energia, infatti, rientra nei costi di produzione degli alimenti** freschi e processati attraverso vari canali. In prima battuta, il rincaro dei fertilizzanti, ad alta intensità di gas naturale e di provenienza mediorientale, dovrebbe far aumentare i prezzi delle materie prime agricole. L'inflazione alimentare risente dell'impatto del rincaro dei carburanti sui costi di trasporto e delle tariffe di gas ed elettricità su quelli di processazione.

Fig. 8 – Il brusco aumento dei prezzi dei fertilizzanti suggerisce la presenza di rischi al rialzo sui prezzi di produzione alimentare



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, LSEG Datastream

Fig. 9 – Impatto calcolato tramite impulse responses da un modello VAR sull'inflazione alimentare dopo uno shock del 10% sul prezzo di petrolio e gas naturale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per valutare la velocità di trasmissione di uno shock energetico su petrolio e gas naturale sull'inflazione alimentare stimiamo un modello VAR che include come variabili, oltre alle quotazioni di Brent e TTF, il prezzo dei fertilizzanti, l'indice FAO sulle materie prime alimentari, l'indice BCE sui prezzi farm-gate per le aziende agricole e l'indice PPI per gli alimenti. L'analisi delle impulse responses evidenzia come **uno shock energetico si trasferisce all'inflazione alimentare dai 3-6 mesi con un picco fino a oltre i 12 mesi**. In particolare, dovrebbero essere gli alimentari non lavorati, che risentono dei maggiori costi già lungo la filiera agricola, a reagire più rapidamente mentre quelli processati tendono ad incorporare gli shock con maggiore gradualità attraverso i costi di produzione.

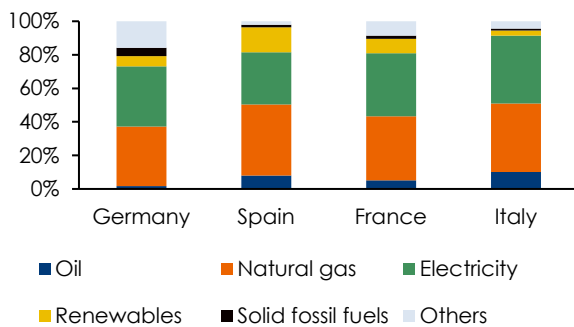
La letteratura² dimostra inoltre che, mentre i prezzi degli alimenti reagiscono in misura significativa a un aumento dei costi energetici, in un contesto di elevata persistenza degli shock passati, **la risposta a un contro-shock negativo non è significativa**. In altri termini, i prezzi degli alimenti tendono ad aumentare quando salgono i costi di produzione ma non diminuiscono quando questi scendono.

Questa analisi conferma quanto emerge dal nostro modello di inflazione, che, sulla base delle nostre proiezioni interne sui prezzi delle materie prime agricole e dell'energia, prevede un **picco dell'inflazione alimentare tra la fine del 2026 e l'inizio del 2027**, con una media annua del 2,8% nel 2026 e ancora superiore al 3% nel 2027.

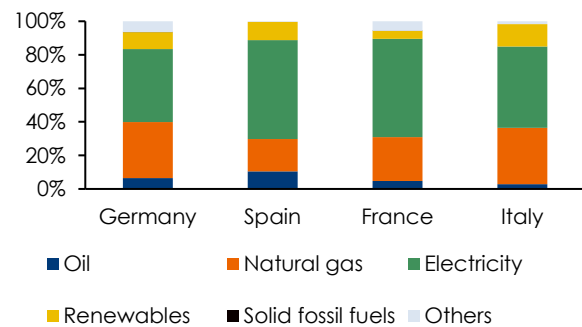
La propagazione all'inflazione core

Per quanto riguarda il trasferimento dello shock energetico ai prezzi core, le esperienze storiche suggeriscono che il pass-through dovrebbe risultare più ampio e veloce per il petrolio, attraverso i carburanti e i trasporti, ma più persistente per il gas naturale. I prezzi all'ingrosso del gas naturale non solo si traducono in maggiori costi di produzione per le imprese industriali, ma anche in un aumento delle tariffe elettriche, rilevanti per numerosi comparti dei servizi (soprattutto quelli ricettivi e di ristorazione). Rischi al rialzo derivano dal sovrapprezzo rispetto al petrolio greggio dei prodotti raffinati usati nei carburanti. Inoltre, l'ampiezza significativa dello shock potrebbe portare, come avvenuto nel 2022-23, a un **aumento della frequenza con cui le imprese ridefiniscono i prezzi**, favorendo un trasferimento più rapido dei costi sui listini finali. Tuttavia, rispetto alla precedente crisi energetica, il minor vigore della domanda potrebbe rendere più difficile, per le imprese, trasferire i maggiori costi di produzione sui prezzi finali.

² Borrallo, F. et al. (2026) 'The transmission of shocks to food and energy commodity prices to food inflation in the euro area', Applied Economics Letters, 33(3).

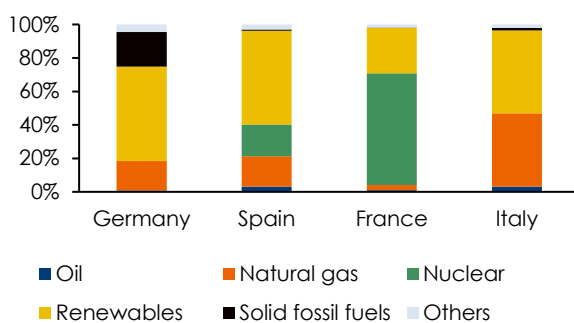
Fig. 10 – Consumo di energia nel settore manifatturiero per fonti (in % del totale)

Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat Energy Balances

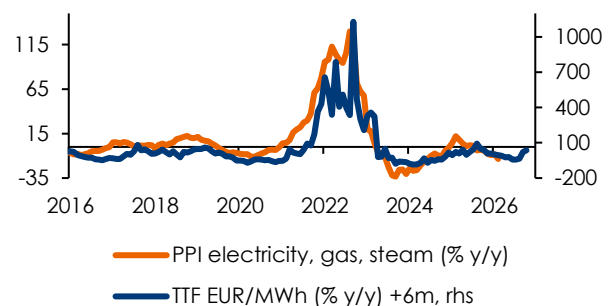
Fig. 11 – Consumo di energia nel settore dei servizi per fonti (in % del totale)

Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat Energy Balances

Per quanto riguarda i costi di produzione, escludendo il costo del carburante, il trasferimento dei prezzi impliciti ai contratti scambiati sui mercati delle materie prime e delle tariffe di gas ed elettricità per le imprese è spesso dipendente dalla dimensione delle imprese e dai relativi settori di appartenenza. In particolare, le grandi imprese industriali hanno spesso contratti flessibili che, in base alle esigenze e alla struttura produttiva, tendono a risentire quasi immediatamente dei prezzi all'ingrosso, anche se prevalgono gli strumenti di copertura che proteggono da aumenti improvvisi dei prezzi, contribuendo dunque ad attenuare e ritardare il trasferimento ai costi di produzione. Le piccole imprese o quelle operanti nel settore dei servizi hanno invece contratti più simili a quelli dei consumatori, spesso a tariffe fisse, con un trasferimento dei prezzi delle materie prime ai costi meno rapido. In sintesi, **come per i consumatori, anche tra le imprese il pass-through dalle quotazioni delle materie prime energetiche ai prezzi pagati è ritardato e incompleto**. Su questo fronte però il quadro si prospetta molto diversificato per paese: più esposte saranno quelle economie, come l'Italia, dove il gas naturale assume un ruolo maggiore, sia nell'utilizzo diretto come fonte di energia, che nella produzione di elettricità. Viceversa, Francia e Spagna si prospettano come meno vulnerabili per via di un maggior ricorso al nucleare e alle rinnovabili.

Fig. 12 – Produzione di energia elettrica per fonti (% totale)

Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat Energy Balances

Fig. 13 – Tra le imprese il trasferimento dal TTF ai costi di produzione non è immediato

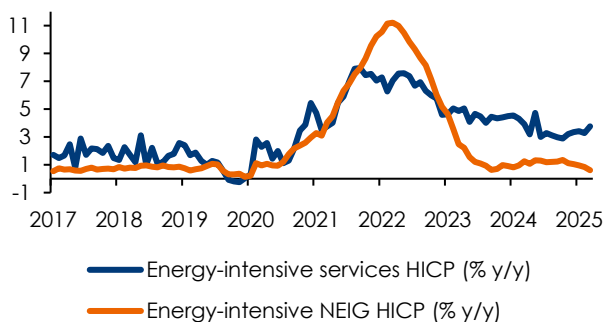
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, LSEG Datastream

La BCE³, utilizzando le tavole input-output, ha individuato le componenti dell'inflazione core più esposte, direttamente o indirettamente, ai costi energetici. Sulla base della nuova categorizzazione ECOICOP 2025, abbiamo ricostruito un indice d'inflazione per i servizi e uno per

³ Fagandini B. et Al. (2024) 'Decomposing HICPX inflation into energy-sensitive and wage-sensitive items'. ECB Economic Bulletin, Issue 3/2024

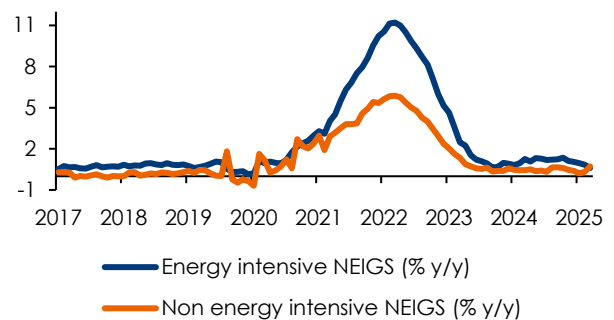
i beni industriali core, in cui l'energia svolge un ruolo nei processi produttivi superiore alla media in termini di valore aggiunto. **Tra i servizi più esposti ai prezzi dell'energia, i principali sono quelli relativi ai trasporti** (per esempio le tariffe aeree) **e i servizi ricettivi e di ristorazione**. A differenza della BCE, abbiamo escluso quelle categorie che, pur essendo molto esposte ai costi dell'energia, hanno una struttura dei prezzi determinata da tariffe regolate e amministrative (come i biglietti per i trasporti urbani e i pedaggi autostradali). **Tra i beni, invece, rientrano soprattutto i prodotti per la manutenzione della casa.**

Fig. 14 – Inflazione servizi e beni industriali non energetici energy-intensive



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

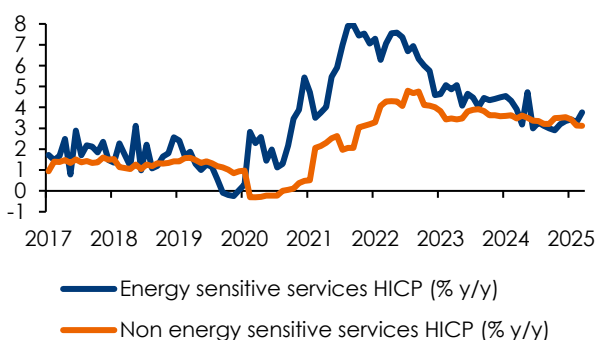
Fig. 15 – Inflazione nei beni industriali non energetici scomposta per sensibilità ai costi dell'energia



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

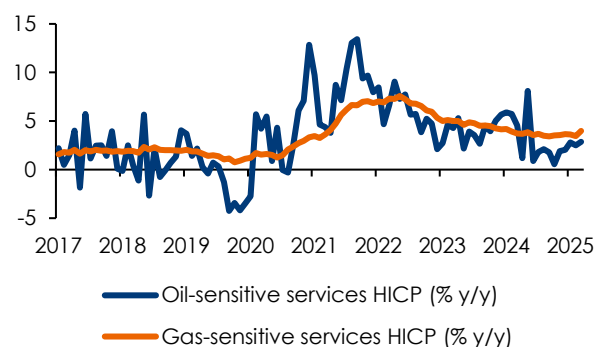
In media, la produzione di beni è più energivora e quindi i prezzi sono più sensibili ai costi dell'energia, anche rispetto a quelle componenti dei servizi che sono energy intensive. **L'impatto dello shock energetico è quindi più ampio sui beni, rispetto ai servizi. Al contrario, la propagazione appare più persistente nel settore dei servizi**, dove entrano in gioco altre variabili, come il costo del lavoro (a causa dell'aggiustamento ritardato dei salari contrattuali all'inflazione) e le tariffe amministrative e regolate, che risentono con maggior ritardo degli shock precedenti. In effetti, in occasione della precedente crisi, l'inflazione dei beni industriali non energetici ha raggiunto un picco su livelli più elevati rispetto a quella dei servizi, ma la successiva normalizzazione è stata più rapida. I prezzi dei servizi ne hanno infatti risentito più a lungo e, anche nel 2025, hanno continuato a crescere a ritmi superiori al 3% in media annua, rispetto a un'inflazione dei beni intorno allo 0,5%.

Fig. 16 – Inflazione servizi scomposta per sensibilità ai costi dell'energia



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 17 – Inflazione servizi energy-sensitive: scomposizione tra componenti più esposte al petrolio e al gas naturale

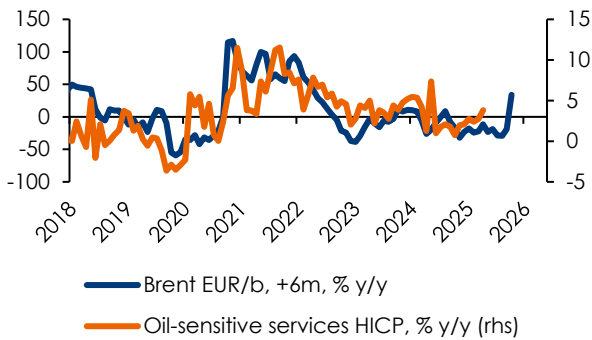


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Tra i servizi, scomponiamo ulteriormente le componenti più sensibili ai prezzi del petrolio, come le tariffe aeree e, in generale, i costi dei trasporti, e quelle più sensibili al costo del gas naturale, come i listini di hotel e ristoranti. Sulla base di questa suddivisione, **le categorie di spesa più**

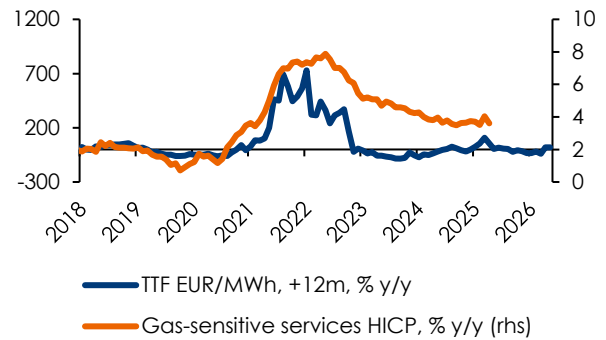
esposte al prezzo del petrolio incidono per circa il 10% sull'inflazione dei servizi, mentre quelle che risentono del gas pesano per circa il 30%. Sulla base di analisi di correlazione, gli indici d'inflazione così ottenuti evidenziano, anche nei servizi, un trasferimento più rapido dei prezzi del petrolio all'inflazione, in media entro 6 mesi, attraverso i carburanti. Al contrario, il trasferimento di uno shock del gas naturale sembra più ritardato, fino a 12 mesi, attraverso le bollette.

Fig. 18 – Il ritardo di trasferimento del petrolio ai servizi più esposti è stimabile in circa 6 mesi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, LSEG Datastream

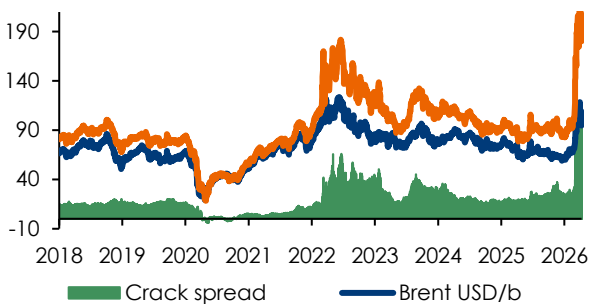
Fig. 19 – Il ritardo è più ampio, ma più persistente, per il gas naturale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, LSEG Datastream

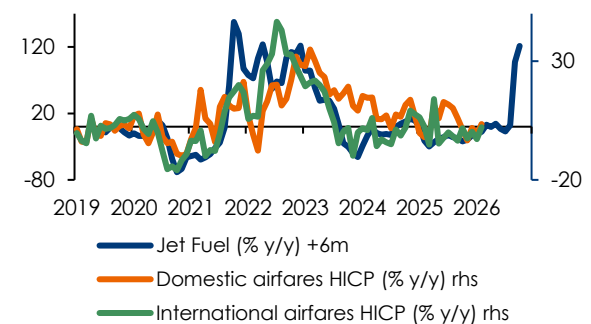
Rischi al rialzo rispetto a quanto implicito dalle, già elevate, quotazioni del greggio derivano dal crescente **differenziale tra il prezzo del Brent e quello dei prodotti raffinati**, come il cherosene, che incidono in misura considerevole su quelle componenti particolarmente esposte ai carburanti, come il trasporto aereo.

Fig. 20 – La differenza tra il prezzo del greggio e quello del cherosene per il trasporto aereo non è mai stata così ampia



Fonte: Intesa Sanpaolo, Bloomberg Finance LP

Fig. 21 – Pertanto, i rischi al rialzo sui prezzi delle tariffe aeree sono più ampi rispetto a quanto suggerirebbero i prezzi del Brent



Fonte: Intesa Sanpaolo, Bloomberg Finance LP, Eurostat

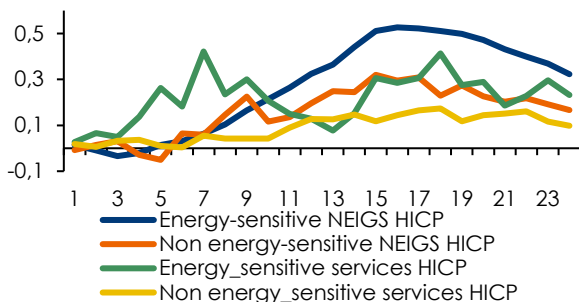
Abbiamo infine costruito un modello VAR per stimare i **ritardi di trasferimento dei prezzi del petrolio e del gas all'inflazione core**, passando per i prodotti distillati e le tariffe elettriche, che incidono sui prezzi alla produzione delle imprese. Nel nostro modello, scomponiamo i beni industriali non energetici e i servizi sulla base della loro sensibilità ai costi energetici, per apprezzare appieno le diverse dinamiche con cui petrolio e gas si trasferiscono ai prezzi finali.

I risultati del modello evidenziano un trasferimento più rapido dello shock sul Brent alle componenti dell'inflazione core, in particolare per i servizi energy-intensive, che risentono dei rincari delle tariffe aeree. Per quanto riguarda i prezzi dei beni, l'impatto è più ritardato, per via dei tempi di ridefinizione dei listini delle imprese industriali e della presenza di margini di profitto per assorbire eventualmente i maggiori costi. Tuttavia, in termini assoluti, l'effetto è più consistente per i beni. Nel caso di uno shock di pari entità sul gas, si osserva un trasferimento più lento, meno accentuato ma persistente sulle componenti dell'inflazione core. Comunque, anche i servizi non

energy-intensive sembrano risentire, seppur in misura modesta e con un ritardo superiore all'anno, di un rincaro dell'energia. **I servizi non-energy-intensive rientrano nella categoria dei "late-comers"**⁴, ovvero componenti di spesa il cui meccanismo di prezzo riflette non tanto le pressioni concorrenziali quanto, piuttosto, un regime di prezzi amministrati, spesso con frequenza annuale (calcolati a inizio anno), e altamente legati all'inflazione passata, che ritarda la trasmissione degli shock e allo stesso tempo ne riduce la dimensione.

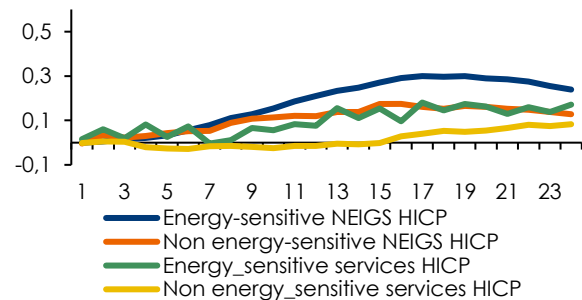
Nel complesso, l'analisi suggerisce un **trasferimento statisticamente significativo, ma non completo, di uno shock energetico all'inflazione core, con un ritardo eterogeneo, a seconda delle componenti, compreso tra i 6 e i 18 mesi**, e con effetti persistenti anche nel lungo periodo.

Fig. 22 – Impatto calcolato tramite impulse responses da un modello VAR sull'inflazione dopo uno shock del 10% sul prezzo del Brent



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 23 – Impatto calcolato tramite impulse responses da un modello VAR sull'inflazione dopo uno shock del 10% sul prezzo del TTF



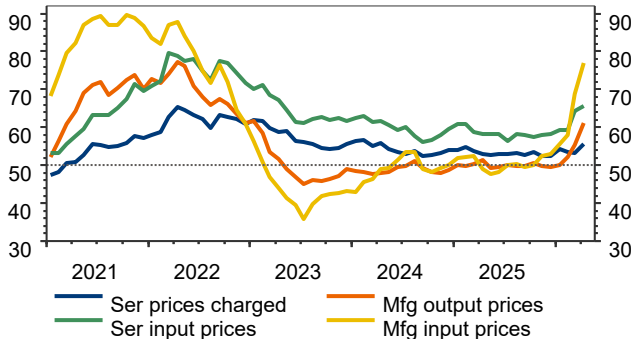
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'esperienza della crisi energetica del 2022-23 ha insegnato che, **in occasione di shock di entità molto ampia, possono subentrare cambiamenti strutturali nei meccanismi di formazione dei prezzi da parte delle imprese**. In particolare, la letteratura ha evidenziato la predominanza del canale estensivo rispetto a quello intensivo in un processo di tipo state-dependent: in caso di ampi shock e in contesti di inflazione già elevata, la frequenza con cui le imprese ridefiniscono i listini è maggiore, ma non si registrano singole variazioni più ampie rispetto alla norma. Ciò comporta che l'aumento significativo dei prezzi dopo lo shock non è determinato da incrementi più ampi dei prezzi, ma da un maggior numero di imprese che li modifica. Di conseguenza, in risposta ad uno shock energetico di entità anomala, l'inflazione sarebbe meno inerziale e il trasferimento più rapido. L'evidenza empirica mostra però come, una volta esaurito lo shock, anche la frequenza di ridefinizione dei prezzi torna rapidamente a calare.

Per quanto riguarda le prime evidenze sul rischio di una più rapida propagazione dello shock, al momento, **le indagini di fiducia condotte tra le imprese europee hanno evidenziato un aumento dei prezzi di vendita, correnti e attesi, ma di entità ancora contenuta**. Per quanto riguarda le prime, limitate indicazioni circa la frequenza di modifica dei prezzi, l'indagine congiunturale mensile della Banque de France ha registrato un aumento al 23%, dalla media storica di circa il 10%, della percentuale di imprese intenzionate a rivedere i listini.

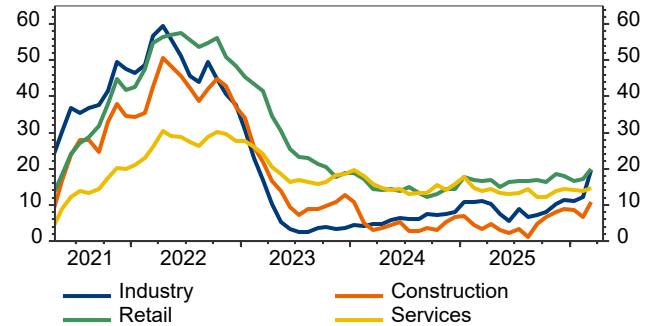
⁴ Corsello F., Neri S., (2025) "Catch me if you can: fast-movers and late-comers in euro area inflation" SUERF Policy Brief
Intesa Sanpaolo Research Department (2025), "Tra lepri e tartarughe: l'inflazione dei servizi a due velocità" (Focus Area euro)

Fig. 24 – Le indagini PMI al momento mostrano un trasferimento limitato dei maggiori costi di produzione ai prezzi finali



Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

Fig. 25 – Le aspettative sui prezzi della Commissione Europea sono aumentate a marzo, ma non ancora a livelli preoccupanti



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

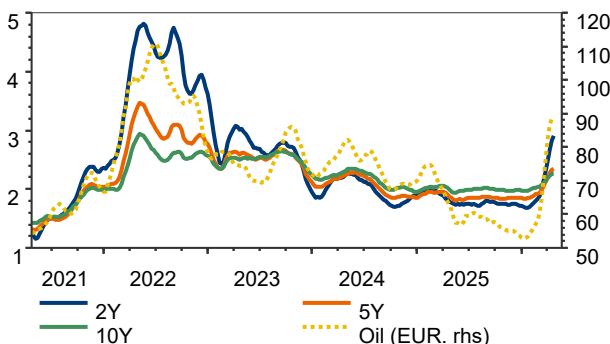
Inoltre, non si può escludere che con l'emergere di rischi dal lato dell'offerta, vista l'elevata incertezza sullo scenario, **anche shock energetici temporanei possano portare ad un disancoraggio delle aspettative**, con effetti più persistenti sull'inflazione core anche nel lungo periodo⁵.

Il rischio è quindi che le tempistiche di propagazione dell'aumento dei prezzi energetici all'inflazione core siano più rapide rispetto a quanto stimato. Per quanto riguarda invece ampiezza e persistenza, sarà rilevante monitorare gli effetti di seconda battuta derivanti dal disancoraggio delle aspettative e dai rischi al rialzo sul costo del lavoro.

Gli effetti di seconda battuta: aspettative e dinamiche salariali

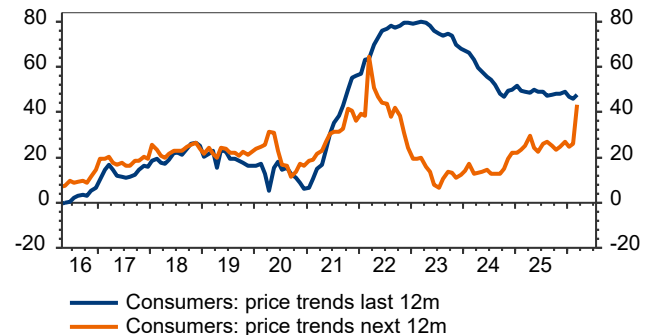
Gli effetti di seconda battuta (second round effects) si manifestano quando il disancoraggio delle aspettative di inflazione amplifica gli effetti indiretti degli shock temporanei sull'inflazione core, attraverso il processo di definizione dei prezzi da parte delle imprese e le negoziazioni salariali. Aspettative di inflazione più elevate possono quindi contribuire all'insorgere di nuove pressioni sui prezzi e sui salari, dando luogo a una **spirale che si autoalimenta, in cui l'inflazione e le aspettative di inflazione si rafforzano a vicenda**.

Fig. 26 – Inflation Swaps e prezzo del Brent



Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG Datastream

Fig. 27 – In netto aumento l'inflazione attesa dai consumatori secondo l'indagine della Commissione Europea



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

⁵ Merendino A, Monacelli T. (2026). 'Supply Chain Uncertainty, Energy Prices, and Inflation'. Working Paper

Appare dunque rilevante valutare il rischio di avvitamento tra costo del lavoro e prezzi derivante dal grado di indicizzazione delle retribuzioni rispetto all'inflazione. È possibile distinguere quattro regimi entro cui i salari nominali risentono dell'inflazione⁶:

- **Indicizzazione automatica:** gli sviluppi inflazionistici si trasferiscono direttamente sui salari neutralizzando gli effetti distruttivi sul potere d'acquisto dei consumatori (riguarda appena il 3% dei lavoratori nel settore privato nell'area euro).
- **Indicizzazione formale dei salari:** l'inflazione è presa in considerazione come riferimento durante le negoziazioni contrattuali (copre circa il 18% dei lavoratori nel settore privato).
- **Indicizzazione dei soli salari minimi:** neutralizza l'impatto del caro-vita solo sui lavoratori più deboli (riguarda poco meno del 20% dei lavoratori nel settore privato).
- **Nessuna indicizzazione formale:** i salari non sono determinati o influenzati dall'evoluzione inflazionistica: tale regime vige per circa il 60% dei lavoratori del settore privato).

Nelle quattro principali economie europee, **il panorama salariale è eterogeneo:**

- In **Germania**, la definizione del salario minimo è affidata a una commissione indipendente, composta da rappresentanti dei datori di lavoro, dei sindacati e del mondo accademico, che propone al governo adeguamenti biennali dei salari minimi. Tuttavia, il governo può intervenire direttamente per aumentare il salario minimo in casi straordinari, come è avvenuto nel 2022. L'inflazione è una delle variabili che rientrano nella definizione dello stipendio minimo, ma non l'unica, e non esiste un sistema formale di indicizzazione automatica. L'inflazione è usata come riferimento, non vincolante, anche nelle negoziazioni tra sindacati e associazioni padronali.
- In **Francia** il salario minimo (SMIC) viene rivalutato sulla base dell'inflazione per i nuclei familiari a basso reddito all'inizio di ogni anno, ma se la crescita dell'indice dei prezzi al consumo supera il 2%, viene aumentato automaticamente anche durante l'anno. L'inflazione passata e quella prevista assumono un ruolo rilevante anche nelle contrattazioni sindacali.
- In **Italia** non esiste un salario minimo e la definizione delle retribuzioni è demandata a contratti collettivi pluriennali, un sistema spesso però caratterizzato da ritardi cronici nei rinnovi. Nelle negoziazioni, l'indice di riferimento per i rinnovi è la previsione sull'indice IPCA al netto della componente energetica importata.
- In **Spagna** l'esecutivo adegua annualmente il salario minimo in maniera discrezionale. Non esiste un'indicizzazione automatica all'inflazione, ma l'attuale Governo ha ribadito l'obiettivo di garantire un aumento tale da mantenere il salario minimo al 60% del salario medio nazionale. Nelle negoziazioni contrattuali, i sindacati considerano un mix d'inflazione passata e prevista.

Un ulteriore elemento da considerare è la durata media dei contratti collettivi, che oscilla tra i 12 mesi in Francia e gli oltre 3 anni in Italia e Spagna, ritardando o anticipando il trasferimento dell'inflazione ai salari. La BCE stima che le retribuzioni di oltre il 50% dei lavoratori europei siano determinate da contratti con durata superiore ai due anni⁷, fattore che ritarda l'adeguamento dei salari all'inflazione.

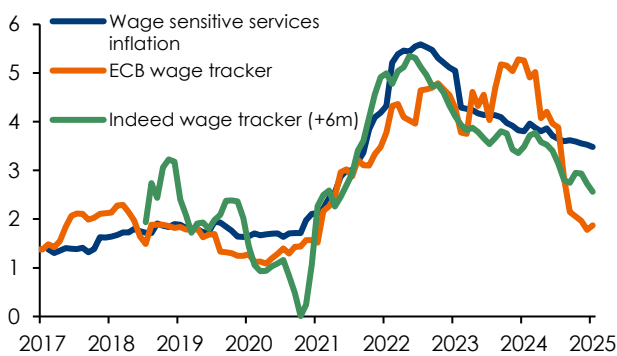
Infine, c'è da considerare anche la tempistica dei rinnovi, che nel maggiore paese dell'area euro (la Germania) è concentrato in un picco principale, l'autunno-inverno; in particolare, per quanto riguarda il settore metalmeccanico, che spesso fa da accordo-pilota per il resto delle

⁶ Koester G., Grapow H. (2021). "The prevalence of private sector wage indexation in the euro area and its potential role for the impact of inflation on wages". ECB Economic Bulletin, Issue 7/2021.

⁷ Bates C. et Al. (2025). "Wage developments during and after the high inflation period". ECB Economic Bulletin, Issues 1/2025

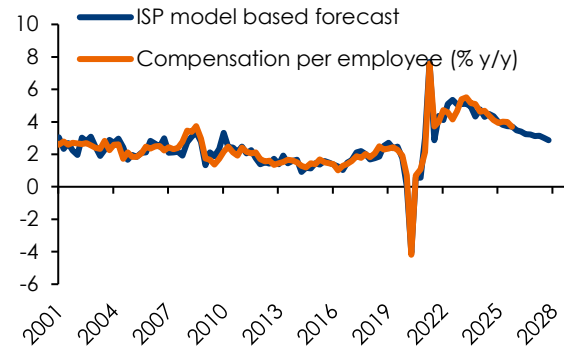
contrattazioni, le richieste sindacali vengono formulate tipicamente a settembre-ottobre e il negoziato si chiude di solito tra novembre e febbraio; anche l'edilizia tende a negoziare in autunno, con decorrenze da ottobre/novembre. L'altro picco delle negoziazioni (soprattutto per quanto concerne il pubblico impiego e la chimica) è la primavera. Nel caso dello shock attuale, è troppo presto per vedere effetti sul round di negoziazioni primaverili, ma, **se lo shock inflazionistico dovesse permanere nei prossimi mesi, sarebbe possibile che vi possano essere delle conseguenze almeno parziali sui rinnovi salariali autunnali**; peraltro, non è da escludere, come avvenuto nel 2022-23, che il parziale recupero di potere d'acquisto per i lavoratori possa avvenire in buona parte attraverso bonus una tantum anziché aumenti di carattere permanente.

Fig. 28 – Nel 2022-23 l'adeguamento dei salari all'inflazione ha spinto al rialzo i prezzi dei servizi più esposti al costo del lavoro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, BCE, Indeed Hiring Lab

Fig. 29 – Anche scontando un adeguamento ritardato all'inflazione riteniamo che il rallentamento dei salari non sia a rischio



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati BCE

Nel complesso comunque, considerando l'assetto descritto, **la probabilità che gli shock energetici possano generare second round effects severi tramite la leva salariale appare moderata**. Già nel 2022-23, l'incremento delle retribuzioni si è tradotto in un aumento dei listini dei servizi più labour intensive, ma l'adeguamento dei salari all'inflazione passata non ha provocato una spirale prezzi-salari. L'indicizzazione automatica dei salari all'inflazione riguarda una quota modesta di lavoratori. L'adeguamento tramite contrattazione collettiva è spesso ritardato e, rispetto alla precedente crisi energetica, un mercato del lavoro meno teso limita le pressioni al rialzo sul costo del lavoro. Anche l'aumento del salario minimo dovrebbe avere un impatto solo modesto sulle retribuzioni medie, e gli effetti indiretti sul resto della curva salariale dovrebbero risultare complessivamente limitati.

In sintesi, riteniamo che al momento il rischio di effetti di seconda battuta sia ancora contenuto e, nelle nostre previsioni non scontiamo né uno svincolamento permanente delle aspettative d'inflazione, né un'interruzione della tendenza discendente dei salari. La nostra modellistica previsiva adotta una struttura disaggregata per ciascun componente dell'inflazione core, e cattura gli effetti indiretti derivanti dai costi di produzione e del lavoro. Nel nostro scenario di base (che vede un prezzo medio del Brent a circa 90 dollari/b e del TTF a 60 euro/MWh nel 2026, prima di una normalizzazione l'anno seguente), **riteniamo che, a fronte di un'inflazione headline in media pari al 3,3% nel 2026 (con un picco intorno al 4% a/a tra agosto e ottobre), la propagazione sulla misura core possa risultare limitata**: l'inflazione al netto di energia, alimentari, alcol e tabacco è infatti vista al 2,2% nel 2026 e al 2,3% nel 2027, con un picco al 2,4% nella prima metà del 2027.

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.intesaspanpaolo.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.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 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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mamelì (Responsabile)

Riccardo Bellesia

Mario Di Marcantonio

Allegra Fiore

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mamelì@intesasnpaolo.com

riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com