

Focus Stati Uniti

Mercato del lavoro: squilibri settoriali transitori, rischi contenuti di spirale salari/prezzi

30 giugno 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

Economista - USA e Giappone

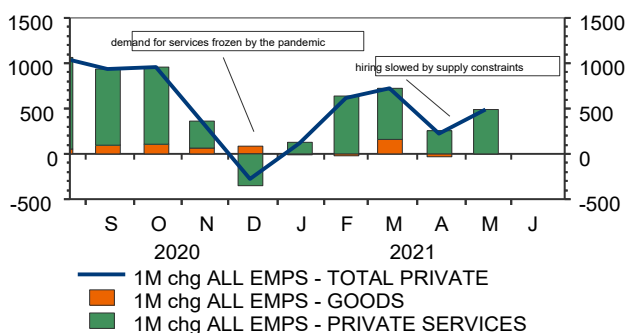
Il recente rallentamento della dinamica occupazionale dovrebbe essere transitorio. Il mercato del lavoro è dominato dalla riallocazione settoriale della domanda e da freni temporanei all'offerta nei settori direttamente colpiti dalla pandemia. Nei prossimi mesi l'offerta dovrebbe ricomporsi, con una riaccelerazione della crescita delle assunzioni e della partecipazione. I rischi di una spirale salari-prezzi sono contenuti.

A fronte di una rapidissima ripresa del PIL, già tornato ai livelli pre-COVID, l'occupazione è rimasta indietro, con un deficit di 7,6 mln di posti di lavoro rispetto a febbraio 2020. L'aumento degli occupati ha subito una battuta d'arresto in primavera, in contrasto con la riapertura delle attività aggregative, il costante rialzo delle posizioni aperte e la crescente difficoltà delle imprese a reperire manodopera. I segnali di eccesso di domanda emersi da diversi indicatori (aumento delle dimissioni volontarie e delle posizioni aperte, calo del rapporto disoccupati/posizioni aperte, stallo della partecipazione, accelerazione dell'Employment Cost Index, rialzo del Kansas City Fed Labor Market Conditions Index) descrivono un **mercato del lavoro in tensione**, con rischi di accelerazione della crescita salariale e di una **possibile spirale salari-prezzi**.

Alla forza della domanda di lavoro insoddisfatta e collegata alla riapertura dell'economia, si contrappongono **vincoli alla crescita dell'offerta legati a tre fattori temporanei** e a uno potenzialmente strutturale. I freni transitori all'offerta sono: l'integrazione federale ai sussidi di disoccupazione che alza il salario di riserva dei lavoratori con salari bassi, il timore dei contagi e la chiusura delle scuole. Entro settembre, questi fattori dovrebbero essere eliminati. L'elemento potenzialmente duraturo è il significativo incremento dei pensionamenti, che potrebbe permanere anche con il miglioramento del quadro sanitario e la fine dei sussidi federali.

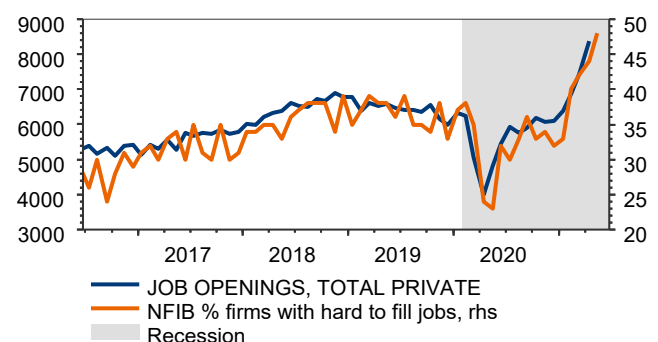
La disaggregazione settoriale dei principali indicatori di tensione sul mercato del lavoro fornisce una lettura meno preoccupante per lo scenario salari/prezzi. Infatti, la crescita della domanda, l'emergere di freni dal lato dell'offerta e il rialzo dei salari sono concentrati nei servizi aggregativi e, con la fine dei vincoli all'offerta, la dinamica occupazionale dovrebbe riaccelerare, riducendo i possibili rischi di aumenti salariali generalizzati e di effetti inflazionistici. I dati dei prossimi mesi saranno cruciali per convalidare questa interpretazione degli attuali squilibri settoriali del mercato del lavoro.

Variazioni degli occupati dominate da problemi di domanda prima, e di offerta poi



Fonte: Refinitiv Datastream

Le imprese non trovano lavoratori disponibili a soddisfare la domanda di lavoro



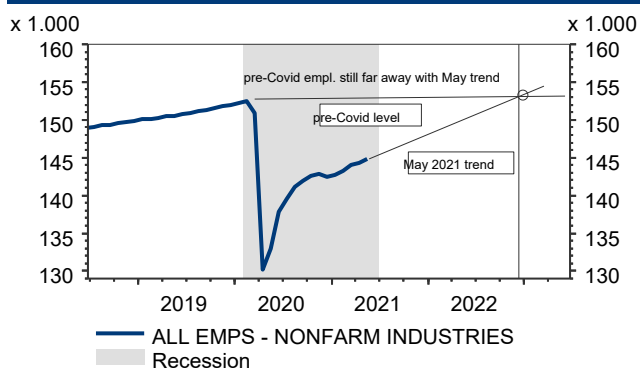
Fonte: Refinitiv Datastream

Mercato del lavoro sotto pressione per via di squilibri settoriali transitori

Il PIL USA è tornato sui livelli pre-pandemia, ma mancano ancora 7,6 mln di posti di lavoro rispetto ai valori pre-COVID. Il deficit è ancora più ampio, intorno a 10,6 mln, se si paragonano i livelli attuali di occupazione con quelli che sarebbero stati raggiunti oggi con il trend di creazione di posti di lavoro pre-pandemia (circa +200 mila al mese). A maggio, i disoccupati erano 9,6 mln, il tasso di disoccupazione al 5,8% e la forza lavoro rimaneva inferiore di 3,5 mln rispetto a febbraio 2020. In base a questi dati, si dovrebbe concludere che c'è un eccesso di offerta di lavoro, con il mercato ancora lontano dalla massima occupazione. Altri indicatori (posizioni aperte, dimissioni volontarie, indagini delle imprese, salari) però danno segnali di pressione da eccesso di domanda. **Qual è la vera storia del mercato del lavoro americano?** E, soprattutto, ci sono **rischi di spirale inflazionistica generata dai salari?**

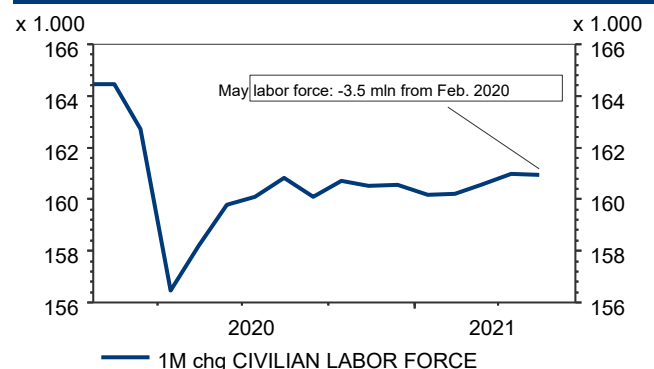
Mercato del lavoro ancora lontano dalla piena occupazione: problemi di domanda o di offerta?

Fig. 1 - Rispetto a febbraio 2020, mancano 7,6 mln di posti...



Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 2 - ...e 3,5 mln di partecipanti alla forza lavoro



Fonte: Refinitiv Datastream

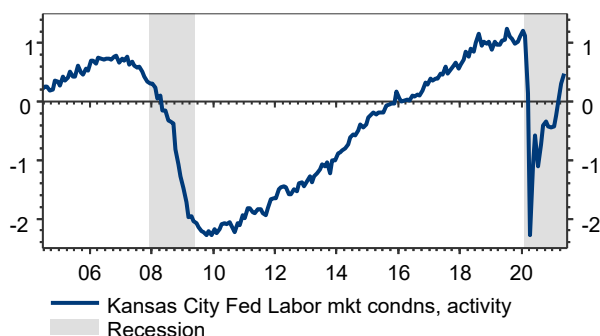
Le condizioni del mercato del lavoro, in termini di livello di attività, sono coerenti con una fase di espansione (fig. 3), ma l'occupazione ha ancora milioni di posti da recuperare (fig. 4): 15% nei settori del tempo libero e dell'ospitalità e 3% negli altri servizi (figg. 4-6). Il tasso di occupazione, al 58%, è sui minimi dal 1983 e 3,1pp al di sotto del livello di febbraio 2020. L'aspettativa nel 1° trimestre era che la crescita occupazionale potesse proseguire sui ritmi di febbraio e marzo (intorno a 700-800 mila al mese), grazie alla riapertura delle attività collegata alla campagna vaccinale, colmando il gap di posti in tali settori. Invece si è registrato un rallentamento della crescita di nuovi posti, apparentemente in contrasto con lo scenario di ampia disponibilità di risorse sul mercato.

Occupazione: chi manca all'appello?

Nel frattempo, segnali di pressione da eccesso di domanda sono emersi dalle indagini delle imprese che riportano difficoltà/impossibilità a coprire le posizioni aperte, dalla discrepanza fra posizioni disponibili e assunzioni (fig. 7), dal rapido crollo del rapporto disoccupati/posizioni aperte, dal livello record delle dimissioni volontarie e dalla lenta ripresa della partecipazione. Il punto centrale per lo scenario economico è valutare se questi segnali siano legati ad **aggiustamenti settoriali e/o a rallentamenti temporanei della crescita dell'offerta** o se siano invece **fenomeni di effettivo eccesso di domanda in grado di innalzare la dinamica salariale generale**, con conseguenze sull'inflazione.

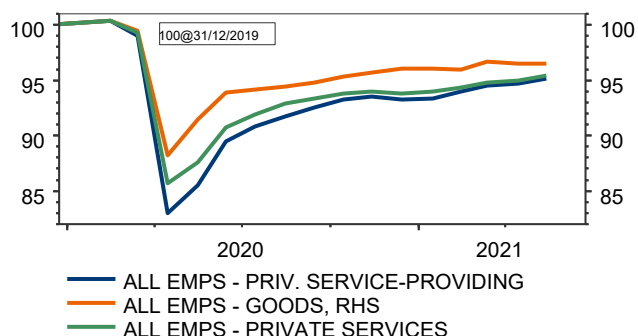
Segnali di pressione da eccesso di domanda

Fig. 3 – Il livello elevato di attività nel mercato del lavoro...



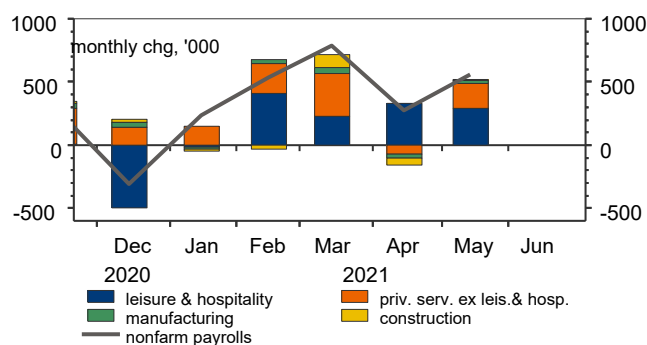
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 4 - ... sembra in contrasto con il persistente deficit di occupazione



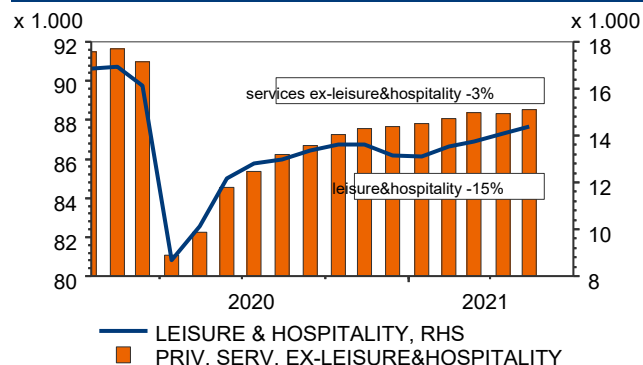
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 5 – Dinamica occupazionale di nuovo in frenata da aprile



Fonte: Refinitiv Datastream. Dati in migliaia.

Fig. 6 – I servizi ricreativi hanno livelli di attività vicini a quelli pre-COVID, ma la manodopera è ancora ampiamente inferiore

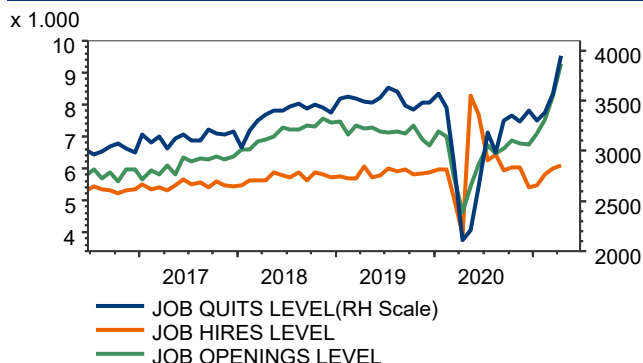


Fonte: Refinitiv Datastream

Sul fronte della **dinamica retributiva**, le informazioni a livello aggregato sono miste. L'andamento dei salari medi nell'ultimo anno è stato falsato dalla ricomposizione settoriale dell'occupazione, che ha determinato una forte accelerazione all'inizio della pandemia dovuta all'uscita dal monte salari degli occupati appartenenti alla fascia bassa della distribuzione, concentrata nei settori ricreativi chiusi per le restrizioni e l'aumento dei contagi. Con la riapertura resa possibile dai progressi della campagna vaccinale, il rientro di questi lavoratori ha dato luogo a un'ampia volatilità delle variazioni mensili. Utilizzando misure delle retribuzioni pesate per la composizione settoriale dell'occupazione, si osserva una ripresa dell'Employment Cost Index, moderata su base annua, ma in netta accelerazione su base trimestrale da fine 2020 (fig. 9). Il Wage Growth Tracker dell'Atlanta Fed rimane su un sentiero contenuto, ma la relazione con l'andamento delle dimissioni volontarie (*quits*) indica rischi verso l'alto (fig. 10).

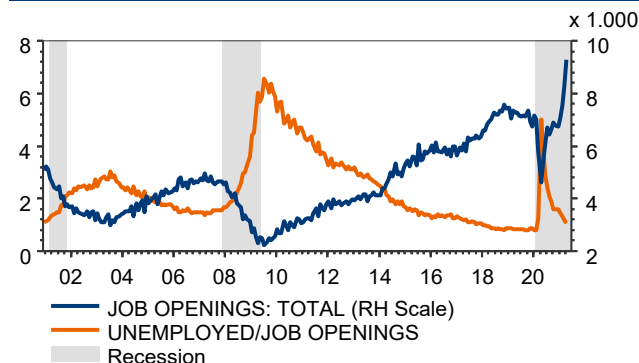
Indicazioni contrastanti da diverse misure retributive

Fig. 7 – 9,3 mln di posizioni aperte, 6 mln di assunzioni e 4 mln di dimissioni volontarie ad aprile: eccesso di domanda?



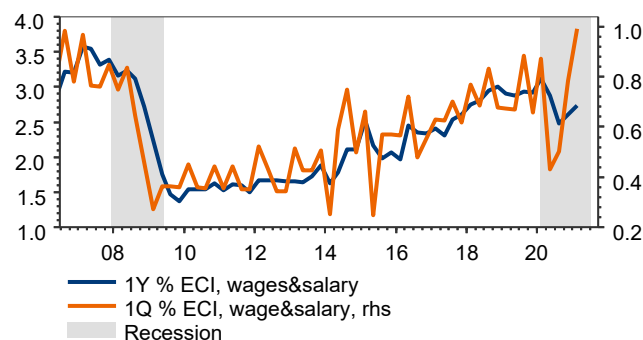
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 8 – Il rapporto disoccupati/posizioni aperte è su livelli tipici di periodi di espansione e mercato del lavoro sotto pressione



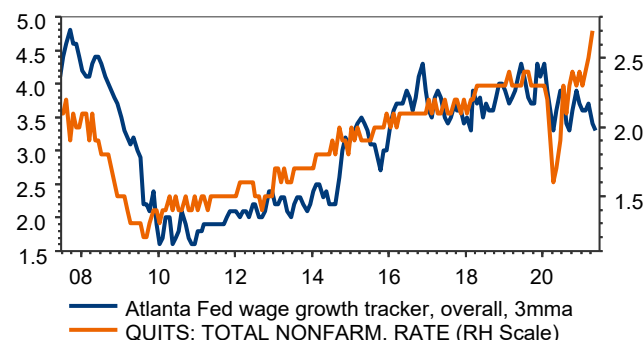
Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 9 – La dinamica dell'Employment Cost Index accelera nettamente da fine 2020 su base trimestrale



Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 10 – Dimissioni volontarie e salari: una relazione pericolosa?



Nota: l'Atlanta Fed Wage Growth Tracker è una media delle variazioni salariali pesata per il contributo dei comparti. Fonte: Refinitiv Datastream.

Disaggregando i dati relativi a occupazione, posizioni aperte e dinamica salariale si evidenziano tensioni sul mercato del lavoro coerenti con una storia di **pressioni settoriali e non generalizzate**. L'accelerazione dell'ECI da fine 2020 è concentrata nei servizi (1,2% t/t nel 1° trimestre), mentre per i beni la dinamica salariale rimane contenuta (0,6% t/t). I dati settoriali delle posizioni aperte (fig. 11) mostrano un'impennata nei servizi aggregativi, dopo le riaperture della primavera e la disaggregazione dell'Atlanta Wage Tracker per livello di specializzazione della manodopera (fig. 12) mostra rialzi salariali soltanto nella categoria a bassa specializzazione, tipica dei servizi ricreativi. Un risultato analogo emerge dalla disaggregazione della dinamica salariale lungo la distribuzione per quartili. I dati di Opportunity Insights registrano occupazione inferiore del 26,3% nella fascia bassa dei salari (<20 mila dollari), a fronte di un aumento di occupazione di 2,4% per i lavoratori con salari elevati (>60 mila dollari) rispetto a febbraio 2020. Pertanto, la lettura dei dati è in linea con **scarsità di offerta proprio nei settori in cui è particolarmente marcata la domanda**.

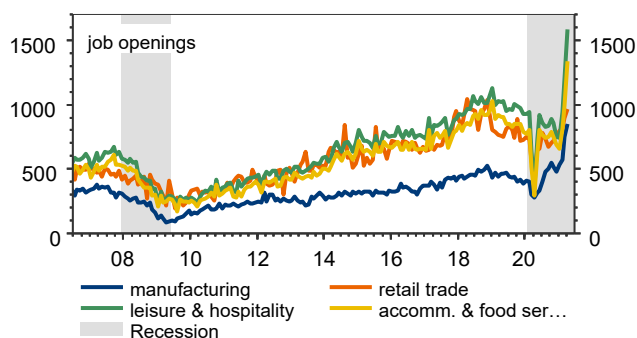
I **freni principali dal lato dell'offerta** sono, a nostro avviso, collegati al **costo-opportunità dell'occupazione nei settori con livelli salariali bassi**, e in particolare ai programmi federali di integrazione dei sussidi di disoccupazione e ai trasferimenti che hanno incrementato il risparmio delle famiglie. A questi si aggiungono le difficoltà delle famiglie con figli in età scolare, di difficile gestione con le scuole in modalità a distanza, e i timori di contagio in un contesto di elevate spese mediche, citati ancora nelle indagini presso i consumatori. Tutti **questi fattori sono temporanei**. Esiste però anche una **componente potenzialmente strutturale**, legata all'aumento

Squilibri fra domanda e offerta concentrati nei settori con occupazioni poco specializzate e salari nella fascia bassa della distribuzione

Offerta di lavoro frenata dai programmi federali di sostegno al reddito disponibile e dai timori di contagio

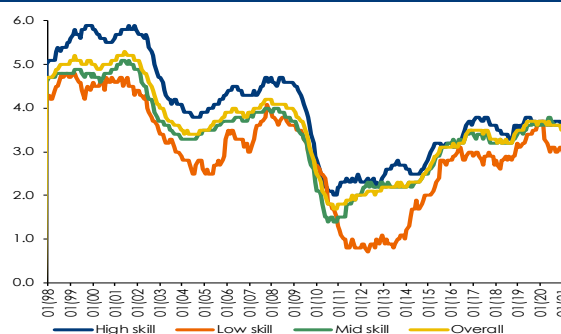
dei pensionamenti, in netta accelerazione dall'inizio della pandemia, che potrebbe ridurre in modo permanente la forza lavoro.

Fig. 11 - Posizioni aperte su livelli record nei servizi aggregativi, ma mancano 2,5 mln di lavoratori per tempo libero/ospitalità, 3 mln negli altri servizi



Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 12 – Salari in accelerazione solo per i lavoratori non specializzati



Fonte: Atlanta Fed

I **programmi federali di integrazione** al reddito disponibile delle famiglie sono stati di due tipi, una *tantum* e continuativi. I **trasferimenti** (tre tranches dalla primavera 2020 a marzo 2021) sono ormai terminati, ma hanno avuto un impatto significativo sul risparmio delle famiglie. Per quanto riguarda i sussidi di disoccupazione, ci sono due categorie di programmi. La prima **integra i sussidi statali** con un ammontare fissato da fine 2020 a **300 dollari/settimana** (nel corso del 2020 l'integrazione era di 600 dollari/settimana fino all'estate, poi interrotta fino a dicembre) e li estende oltre la durata standard, in media pari a 26 settimane, fino al 6 settembre 2021. I sussidi statali offrono un compenso mediamente pari al 50% del salario, con un tetto massimo. In media, nel 2020 i sussidi statali erano pari a 387 dollari/settimana, con notevole variabilità (da un minimo di 215 dollari in Alabama a un massimo di 550 dollari in Massachusetts). La seconda estende l'erogazione dei sussidi ai lavoratori part-time e a quelli autonomi, inclusi i "gig workers", lavoratori autonomi senza contratti regolari, con attività su domanda.

I sussidi statali integrati dai programmi federali alzano pertanto **il salario di riserva dei lavoratori nella parte bassa della distribuzione**, che coincide con le occupazioni dei servizi aggregativi. La scarsità di offerta in queste fasce di occupazioni ha indotto 26 Stati ad annunciare interruzioni e/o restrizioni dell'integrazione federale di 300 dollari/settimana in vigore, 20 entro fine giugno e 6 entro fine luglio, prima della scadenza del 6 settembre. Alcuni Stati offrono incentivi monetari a coloro che accettano un nuovo lavoro. Fra gli Stati che interromperanno le integrazioni ci sono stati popolosi come Texas, Florida, Maryland, Ohio, Arizona. Negli Stati che hanno già interrotto i programmi federali, i sussidi statali stanno scendendo a un ritmo più rapido rispetto a quelli degli Stati dove l'intervento è stato annunciato, che a loro volta sono in flessione maggiore rispetto agli Stati che manterranno le integrazioni fino a settembre. È pertanto probabile che durante l'estate il costo della disoccupazione aumenti, inducendo **un rientro degli attuali disoccupati verso lo status di occupati**, permettendo una riduzione dello squilibrio fra domanda e offerta nelle occupazioni a basso salario e bassa specializzazione, con un effetto espansivo sull'occupazione totale.

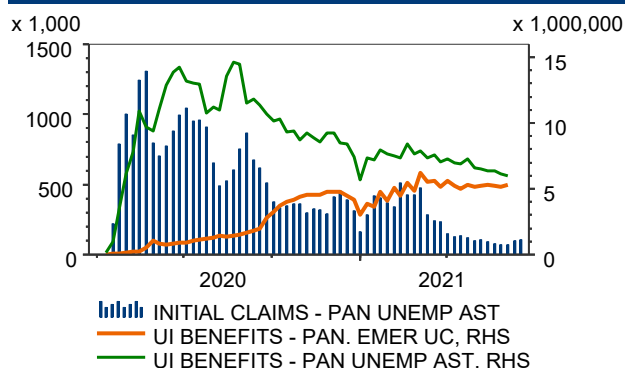
Va notato che l'interruzione anticipata dei programmi federali di integrazione dei sussidi avrà probabilmente un effetto positivo sull'offerta di lavoro, ma anche un **costo in termini di domanda aggregata**. Il Joint Economic Committee stima che gli Stati che rinunciano alle integrazioni determineranno una perdita di domanda pari a più di 13 mld di dollari, sulla base di valutazioni del moltiplicatore dei sussidi intorno a 1,61 dollari per ogni dollaro di sussidio (v. Committee for a Responsible Federal Budget).

La maggiore offerta di lavoro avrà però un costo in termini di domanda aggregata persa

Un potenziale nuovo freno al passaggio dallo status di disoccupato o inattivo a quello di occupato potrebbe però essere rappresentato dalla nuova politica dei **crediti di imposta per individui con figli**. A partire da marzo, la legislazione approvata con l'American Rescue Plan prevede un aumento del credito d'imposta e la sua distribuzione su base mensile (a partire da metà luglio) anziché su base annua in occasione della dichiarazione dei redditi, come avvenuto finora. Il credito di imposta aumenta a 3000 dollari per figlio minorenni da 2000 dollari della legislazione precedente, ulteriormente integrato con 600 dollari per figlio al di sotto dei 6 anni, per tutti i genitori single con reddito fino a 75 mila dollari annui e coppie con reddito fino a 150 mila dollari. I pagamenti mensili e l'integrazione non sono permanenti, e terminano a dicembre.

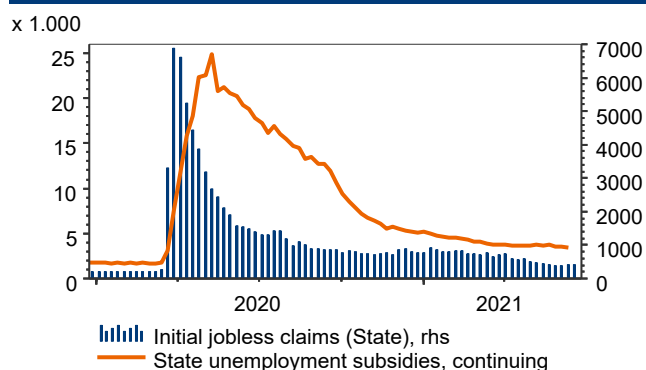
Un altro potenziale freno alla partecipazione verrà dai crediti di imposta per i figli

Fig. 13 – Sussidi di disoccupazione erogati con i programmi federali



Fonte: Refinitiv Datastream

Fig. 14 – Sussidi statali: nuove richieste e sussidi esistenti in calo

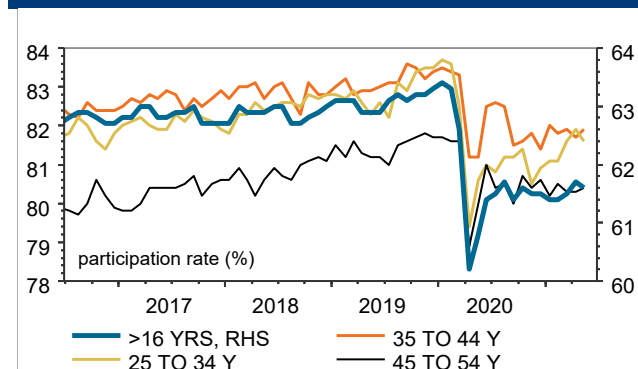


Fonte: Refinitiv Datastream

Per quanto riguarda l'andamento della **partecipazione**, il calo persistente dei contagi e della mortalità da un lato, e la riapertura delle scuole dall'altro, dovrebbero **ridurre il freno alla crescita della forza lavoro entro settembre**. A maggio 2021, 59,5 mln di persone non erano nella forza lavoro; di queste, 56 mln non volevano un lavoro, e 3,6 mln avrebbero voluto un lavoro, con una percentuale elevata di individui che non lo avevano cercato nell'ultimo mese. La partecipazione degli individui con basso livello di scolarità (scuola secondaria) è ancora inferiore ai livelli pre-COVID (a 42,8% da 47,7%), mentre per gli individui con una laurea è aumentato (a 36,8% da 36,2%). Tuttavia, lo stallo del tasso di partecipazione degli ultimi trimestri in parte è dovuto all'aumento dei pensionamenti (fig. 16), con la partecipazione degli over-65 a 18,7% da 20,8% di febbraio 2020 e un effetto restrittivo sulla forza lavoro di circa 3 mln.

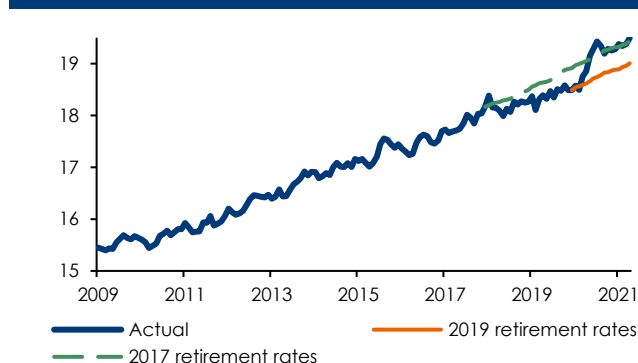
Partecipazione in stallo da fine 2020

Fig. 15 – Le coorti meno giovani esitano a rientrare sul mercato del lavoro per via dei timori associati a COVID



Fonte: BLS, Refinitiv Datastream

Fig. 16 – Percentuale della popolazione in pensione: il tasso di pensionamento è tornato sul trend del 2017



Nota: "tassi di pensionamento 2019" è un controfattuale in cui i tassi di pensionamento per ciascuna età sono fissati alle medie del 2019 ma la distribuzione per età della popolazione cambia con i dati effettivi. Analogamente vengono calcolati i "tassi di pensionamento 2017".
Fonte: IPUMS-CPS, University of Minnesota

In conclusione, il quadro del mercato del lavoro appare coerente con una situazione di squilibrio in alcuni settori, con eccesso di domanda determinato da fattori in gran parte (anche se non del tutto) temporanei. La nostra previsione, soggetta a notevole incertezza visto che la riallocazione settoriale in atto e i programmi di sostegno pubblico al reddito disponibile sono senza precedenti, è che nei prossimi mesi l'offerta di lavoro nei servizi aggregativi aumenti in modo da permettere una riaccelerazione della dinamica occupazionale su ritmi in media vicini a 600-800 mila posti di lavoro al mese fino all'autunno per poi assestarsi su variazioni medie mensili intorno a 300 mila nei trimestri successivi. La partecipazione dovrebbe aumentare gradualmente, esercitando un modesto freno al sentiero in calo del tasso di disoccupazione, atteso intorno a 4,3% a fine 2021 e a 3,5% a fine 2022. La crescita salariale dovrebbe essere in rafforzamento, ma generalmente moderata, con rischi modesti per un possibile aumento di pressioni sull'inflazione.

I prossimi mesi, con la fine dei programmi federali di integrazione ai sussidi di disoccupazione e la persistenza del calo dei contagi, **saranno cruciali per valutare la validità di queste previsioni**. I dati da monitorare includono, oltre a quelli tradizionali dell'*employment report* su occupazione, partecipazione e disoccupazione, anche quelli del turnover mensile e dei flussi di status, insieme alle informazioni disaggregate per settore sia sui flussi, sia sui salari. L'*employment report* di giugno, in uscita il 2 luglio, potrebbe già mostrare l'effetto della riduzione dei programmi federali in una decina di Stati e dell'aumento di partecipazione delle coorti più giovani, con un'accelerazione dei nuovi occupati al di sopra dei ritmi visti ad aprile e maggio.

Conclusioni: squilibri settoriali e in gran parte transitori dovrebbero evitare il formarsi di una spirale salari-inflazione

Test delle previsioni nei prossimi mesi

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Incentivi relativi alla ricerca

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

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

Metodologia di distribuzione

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

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

Metodologia di valutazione

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

62170

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

62985

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

62128

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Lorenzo Biagioli

lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com

Aniello Dell'Anno

63071

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

Giovanna Mossetti

62110

giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

62339

andrea.volpi@intesasnpaolo.com