

Focus Area Euro

Disoccupazione ai minimi storici, rischi sui salari?

Dopo la crisi pandemica, la ripresa del mercato del lavoro nell'area euro è stata più rapida del previsto, con un recupero dei livelli occupazionali pre-pandemici già a fine 2021, e con un tasso di disoccupazione che è sceso ai minimi da almeno il 1998. Analizzando diverse misure di *slack*, emerge però come il mercato del lavoro nell'Eurozona continui a presentare un certo grado di risorse inutilizzate, probabilmente riconducibile alla ricomposizione settoriale del lavoro causata dalla pandemia: ciò potrebbe spiegare come, a fronte di un'apparente condizione di eccesso di domanda di lavoro, le dinamiche salariali rimangano deboli.

Anche tenendo in considerazione gli aumenti del salario minimo e i meccanismi di parziale indicizzazione delle retribuzioni all'inflazione presenti in alcuni Paesi, al momento i rischi di un surriscaldamento del costo del lavoro tale da innescare una spirale prezzi-salari appaiono complessivamente contenuti, anche se i rinnovi contrattuali dei prossimi mesi potrebbero porre con maggiore forza il tema del recupero di potere d'acquisto dei lavoratori.

5 maggio 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

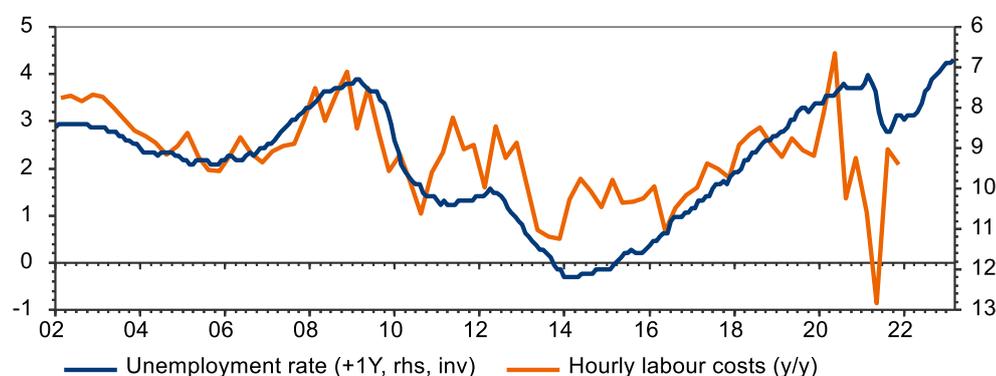
Aniello Dell'Anno

Economista - Area euro

Andrea Volpi

Economista - Area euro

Area euro: tasso di disoccupazione ai minimi storici, rischi di surriscaldamento per i salari?

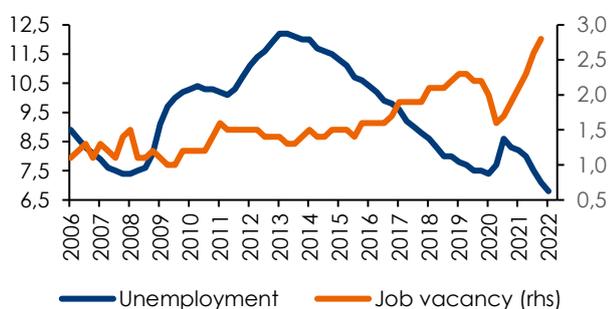


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, BCE

Il grado di slack potrebbe essere più ampio di quanto suggerito dal tasso di disoccupazione

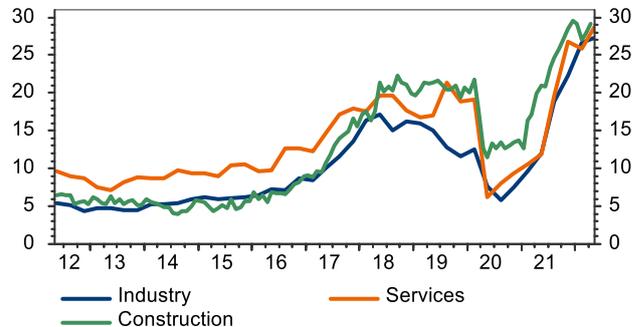
Durante la pandemia, l'ampio ricorso a schemi governativi di sostegno all'occupazione ha contribuito a proteggere il mercato del lavoro europeo dagli effetti della crisi. La crescita del tasso di disoccupazione è infatti risultata più contenuta rispetto a quanto fosse lecito attendersi (sulla base delle elasticità storiche alla crescita del PIL), e già nel corso del 2021 la ripresa degli occupati è stata piuttosto rapida. **A fine anno il numero degli occupati è risultato di 600 mila unità superiore rispetto ai livelli raggiunti prima della pandemia. A marzo 2022, il tasso di disoccupazione è sceso al 6,8%, un minimo da quando esistono serie storiche comparabili**, ossia da almeno il 1998 (Fig. 1). Alla diminuzione dei senza lavoro si è associata anche una crescita del tasso di posizioni vacanti (2,8% a fine 2021, un massimo storico), con le imprese che segnalano difficoltà nel reperire manodopera (Fig. 2), e **segnali di stress dal lato dell'offerta**, come suggerisce il marcato spostamento verso l'alto della curva di Beveridge (Fig. 3).

Fig. 1 - Tasso di disoccupazione ai minimi storici, tasso di posizioni vacanti su nuovi massimi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

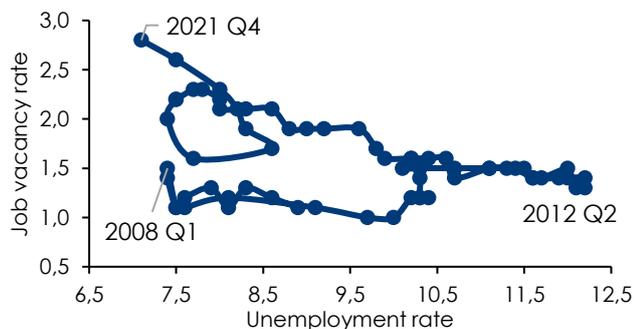
Fig. 2 - Una percentuale crescente di imprese riporta difficoltà nel reperire manodopera



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EU Commission DG Ecofin

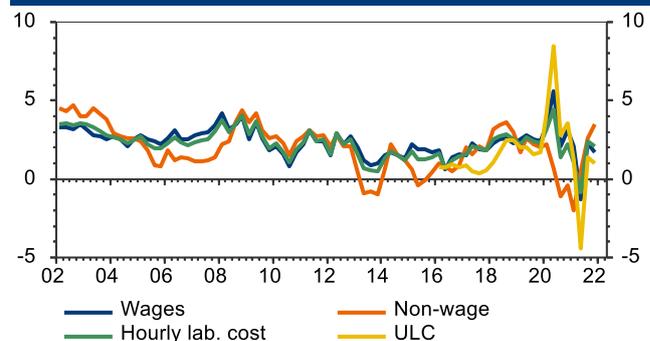
Alla disoccupazione ai minimi storici, all'elevato numero di posizioni vacanti e ai segnali di stress dal lato dell'offerta non si è sinora associata una significativa riaccelerazione della dinamica salariale. I dati disponibili non sono particolarmente aggiornati (risalgono a fine 2021), ma, almeno per il momento, non mostrano segnali di surriscaldamento sul fronte salariale. Anche prendendo in considerazione diverse misure relative al costo del lavoro, il ritmo di crescita tendenziale resta inferiore alla media storica (Fig. 4). Le variazioni annue possono offrire delle indicazioni parzialmente distorte perché risentono di effetti base che durante il periodo pandemico possono risultare anomali; in ogni caso, anche analizzando i ritmi di crescita trimestrali, il messaggio non cambia: nel 4° trimestre del 2021 la crescita dei salari su base trimestrale è decelerata rispetto all'estate, su tassi mediamente inferiori rispetto a quelli registrati prima dello scoppio della pandemia. Peraltro, come si evince dal grafico in prima pagina, **mediamente le variazioni del tasso di disoccupazione si trasmettono sul costo del lavoro con un anno di ritardo, quindi almeno una parte dell'effetto si potrebbe vedere nei prossimi trimestri.**

Fig. 3 - La curva di Beveridge segnala tensioni all'offerta nel mercato del lavoro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

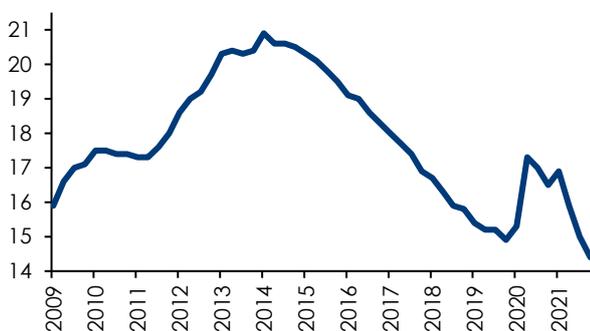
Fig. 4 - La crescita dei salari nell'Eurozona resta complessivamente contenuta



Nota: var. % a/a. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, BCE

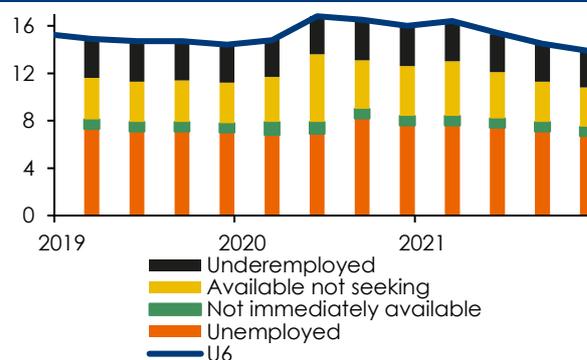
Una dinamica salariale che ancora stenta a ripartire potrebbe essere spiegata dalla presenza di risorse inutilizzate in un mercato del lavoro in progressivo miglioramento, ma non ancora in un contesto di piena occupazione. Il **tasso di disoccupazione U6¹**, che prende in considerazione una misura più ampia di *slack* sul mercato del lavoro, è sceso anch'esso al di sotto dei livelli pre-Covid e sui minimi almeno dalla crisi finanziaria (Fig. 5), ma è ancora prossimo al 14%; il calo recente è imputabile quasi esclusivamente ai disoccupati, mentre non emergono significativi progressi rispetto a fine 2019 per quanto riguarda gli individui ai margini del mercato del lavoro e i sottoccupati (Fig. 6). **I dati sulle ore lavorate infatti segnalano che il terreno perduto durante la crisi pandemica non è stato ancora recuperato** (Fig. 7); al contrario, le ore lavorate sono tornate a calare nella seconda metà del 2021, verosimilmente ancora sulla scia dell'evoluzione delle ondate pandemiche.

Fig. 5 - L'indice esteso di disoccupazione U6 è sceso ai minimi da almeno dalla crisi finanziaria...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

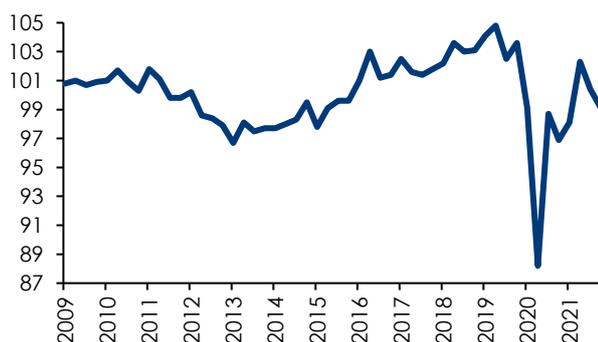
Fig. 6 - ... ma lo spaccato mostra comunque un certo grado di risorse inutilizzate ancora presenti nel mercato del lavoro



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

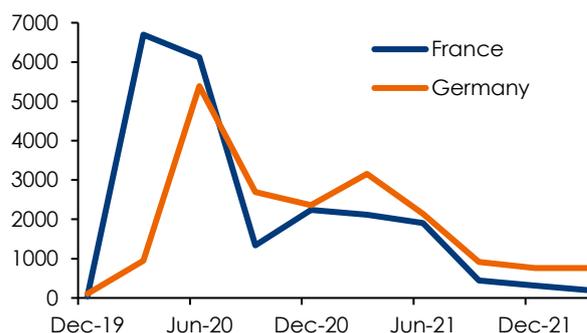
I dati relativi all'utilizzo degli *Short Time Work schemes* (come la *Kurzarbeit* in Germania e l'*Activité partielle* in Francia, o la *Cassa Integrazione Guadagni* in Italia) segnalano infatti come ci siano ancora un eccesso di lavoratori interessati (Fig. 8), confermando un contesto di *slack* più ampio rispetto a quanto emerge dalle informazioni sui disoccupati. Si tratta probabilmente della principale spiegazione dietro il mancato recupero dei livelli pre-Covid per le ore lavorate.

Fig. 7 - Per le ore lavorate il gap ancora da colmare rispetto ai livelli pre-pandemici è di circa il 4%...



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 8 - ... coerentemente con un numero di occupati in schemi di lavoro ad orario ridotto ancora superiore ai livelli pre-crisi



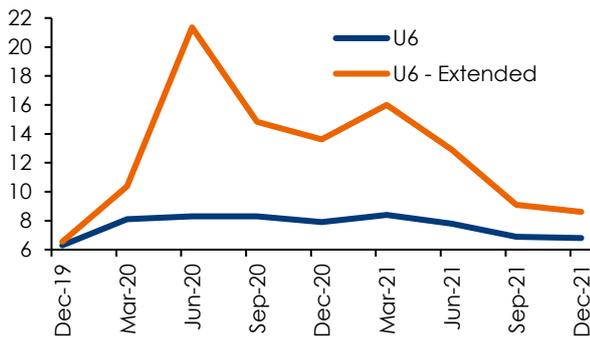
Nota: dati in migliaia di unità. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Dares - Ministère du Travail, Bundesagentur für Arbeit

¹ Il tasso di disoccupazione U6 tiene in considerazione anche gli inattivi disponibili a lavorare ma che non stanno cercando lavoro attivamente, quelli che lo stanno cercando ma che non sono ancora disponibili ad iniziare una nuova occupazione e gli occupati part-time che sarebbero disponibili a lavorare più ore:

$$U6 = \frac{\text{unemployed} + \text{underemployed} + \text{seeking work but not available} + \text{available not seeking}}{\text{extended labour force}}$$

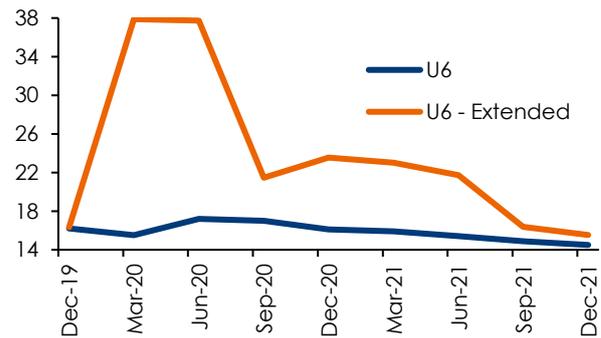
Calcolando un **tasso di sottoccupazione esteso che, oltre alle misure contenute in U6, include anche il numero di lavoratori in schemi ad orario ridotto**, tale indicatore segnalerebbe un grado di risorse non pienamente utilizzate ancora superiore rispetto alla situazione pre-pandemica. **Il gap tra U6 e la misura estesa sarebbe particolarmente ampio in Germania** (Fig. 9), confermando la sottoperformance dell'economia e della manifattura tedesca rispetto al resto dell'Eurozona. In altri termini, proprio l'eccesso di persone ancora sotto schemi governativi ad orario ridotto dipinge un quadro del mercato del lavoro ancora ben lontano dalla piena occupazione e quindi dal generare pressioni salariali.

Fig. 9 – Germania: tassi di sottoccupazione a confronto



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Bundesagentur für Arbeit

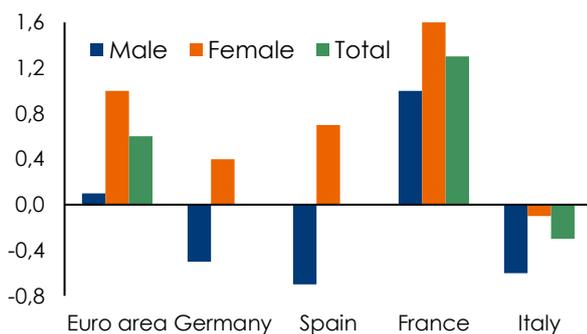
Fig. 10 – Francia: tassi di sottoccupazione a confronto



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, Dares – Ministère du Travail

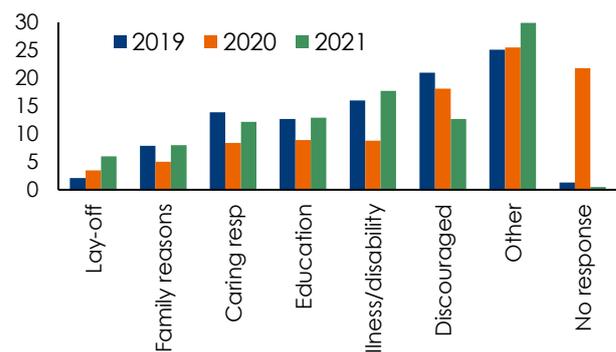
Quanto al tasso di attività, anch'esso a fine 2021 ha superato i livelli di fine 2019. Tuttavia, lo spaccato regionale e una analisi delle ragioni di inattività mostrano un quadro più variegato. La partecipazione è tornata sostanzialmente in linea con i livelli pre-Covid in Germania e Spagna, li ha superati in Francia, mentre in Italia il recupero non è ancora completo. Inoltre, i dati evidenziano come **i progressi nel tasso di attività abbiano riguardato più le donne** (che in media hanno retribuzioni più basse) che gli uomini (Fig. 11). **Il rientro delle donne nella forza lavoro è stato inoltre concentrato in contratti di lavoro temporanei e ha riguardato soprattutto le fasce d'età più giovani e più anziane.**

Fig. 11 – Variazione del tasso di attività tra fine 2021 e fine 2019



Nota: dati in pp. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 12 – Ragioni di inattività

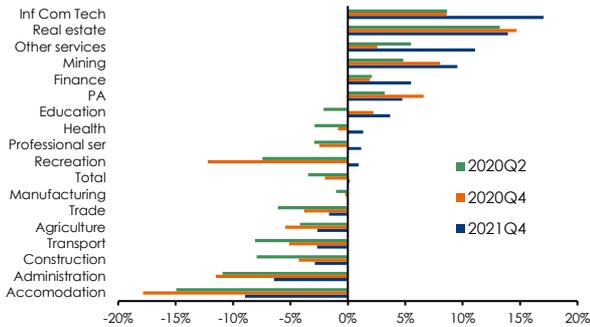


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Per quanto riguarda invece le ragioni di chi non cerca un'occupazione (Fig. 12), rispetto al periodo precedente alla pandemia **è aumentata la percentuale di coloro che adducono "altre ragioni"**; è probabile che si tratti di motivi riconducibili alla pandemia, destinati ridimensionarsi nei prossimi trimestri, riflettendosi così in una maggiore offerta di lavoro (stimiamo che potrebbe riguardare quasi mezzo milione di persone nell'Eurozona). Più enigmatico e apparentemente controintuitivo appare invece l'aumento di coloro che hanno perso il lavoro e non lo cercano

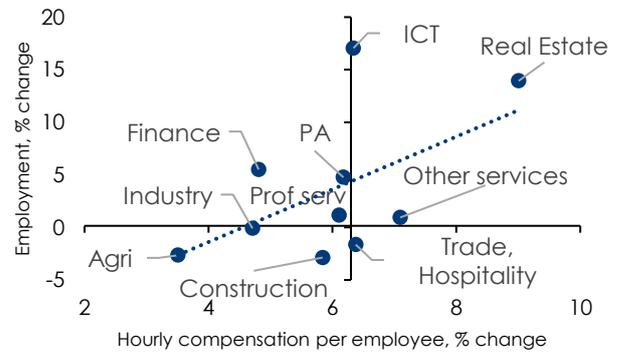
più a fronte di una diminuzione degli "scoraggiati". È possibile che tale divergenza sia spiegata dalla **ricomposizione settoriale del lavoro che si è verificata dopo lo scoppio della pandemia** (Fig. 13).

Fig. 13 – Dopo lo scoppio della pandemia si è verificata una ricomposizione settoriale degli occupati...



Nota: variazione % degli occupati rispetto a 2019Q4. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

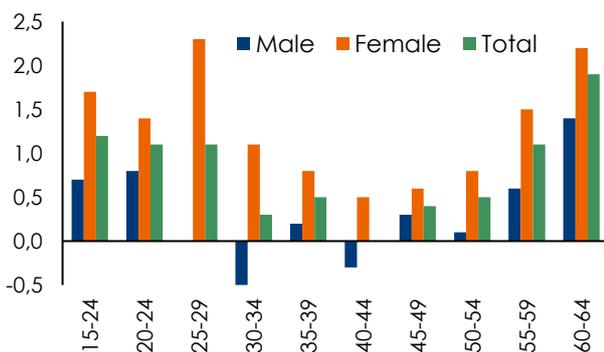
Fig. 14 – ...che si è riflessa in parte anche sulla crescita delle retribuzioni



Nota: variazione rispetto al 2° trimestre 2019 (l'intersezione degli assi avviene nel punto corrispondente alla media del mercato del lavoro). Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE, Eurostat

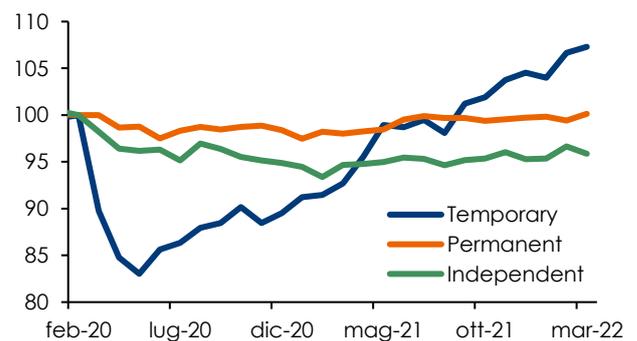
Nel corso del 2020 infatti i lavoratori più penalizzati sono stati quelli appartenenti ai settori più esposti al rischio sanitario, come i servizi ricettivi e ricreativi, o quelli che prima della pandemia mostravano un minor vigore, come le costruzioni. Alcuni lavoratori in questi settori si sono ricollocati in altri comparti, meno esposti agli effetti della crisi, mentre altri sono usciti dal mercato del lavoro e non sono ancora rientrati. Di conseguenza, le imprese di alcuni comparti non sono riuscite a riassorbire la manodopera espulsa in precedenza e, in settori come le costruzioni o i servizi ricettivi, la minore offerta di lavoro ha causato un aumento del tasso di posti vacanti ma non si è associata a una crescita dei salari superiore alla media. Inoltre, **in alcuni Paesi, soprattutto in Italia** (Fig. 16), **la ripresa si è tradotta in una progressiva precarizzazione del lavoro** con un forte incremento dei contratti a termine, che potrebbe aver contribuito a contenere le pressioni al rialzo sulle retribuzioni.

Fig. 15 – In Eurozona la crescita del tasso di attività dopo la pandemia è stata più forte tra le donne e nelle fasce d'età estreme



Nota: differenza del tasso di attività rispetto al 4° trimestre 2019. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Fig. 16 – In Italia la ripresa occupazionale è stata caratterizzata da una maggiore precarizzazione del lavoro



Nota: Febbraio 2020= 100. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

In sintesi, questo quadro sembra essere coerente con un **mercato del lavoro in recupero ma non ancora prossimo alla piena occupazione** (a differenza rispetto agli Stati Uniti, per esempio), il che potrebbe spiegare la dinamica salariale ancora contenuta.

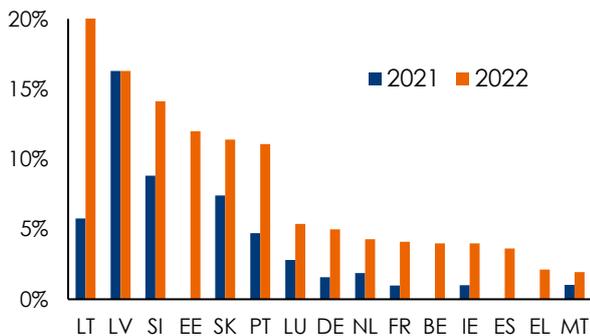
L'aumento dei salari minimi e l'indicizzazione delle retribuzioni dovrebbero avere effetti modesti sul costo del lavoro

Un rischio di effetti di avvistamento tra prezzi e salari è rappresentato dall'eventuale impatto dell'indicizzazione delle retribuzioni rispetto all'inflazione, e di un aumento dei salari minimi. Nell'Eurozona esistono quattro differenti modalità con cui l'inflazione viene trasferita ai salari:

- indicizzazione automatica delle retribuzioni all'inflazione;
- indicizzazione del salario minimo;
- meccanismo automatico per includere l'inflazione tra i fattori di riferimento per i rinnovi contrattuali dei salari;
- inclusione non automatica dell'inflazione tra i fattori da prendere in considerazione in fase di contrattazione salariale.

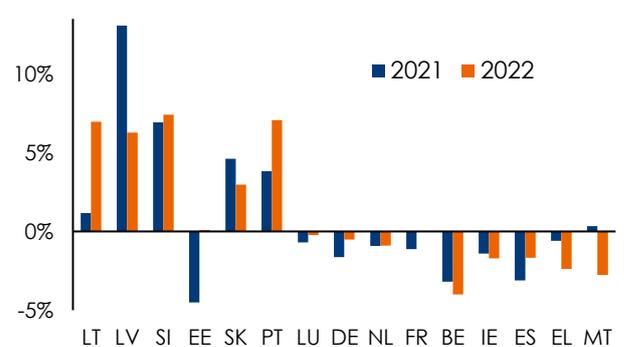
L'**indicizzazione automatica dei salari all'inflazione** riguarda circa il 3% del totale dei lavoratori nel settore privato nell'area euro² e viene applicata solo in Belgio (congiuntamente ad una *wage norm* che determina il tetto massimo di incremento) e, in misura limitata, in Spagna (dove pur non essendo un requisito normativo copre circa il 60% dei contratti ma con diverse modalità). In Lussemburgo, infine, il meccanismo scatta solo se l'inflazione supera una certa soglia. L'**indicizzazione è parziale**: sia in Belgio che per la maggior parte dei contratti in Spagna, si esclude la componente energetica (che attualmente spiega la maggior parte dell'incremento dell'inflazione). L'**indicizzazione del salario minimo** riguarda invece circa il 15% degli occupati e viene utilizzata in Francia, Spagna (per i lavoratori non coperti da un contratto nazionale), Malta e Slovenia. Nel complesso, si stima che circa il 20% dei lavoratori nell'area euro viva in Paesi dove l'inflazione ha un **ruolo formale nella definizione dei salari**, ma il riferimento è prevalentemente l'inflazione attesa al netto della componente energetica. **Per oltre il 50% degli occupati europei l'inflazione non ha un ruolo formale in fase di contrattazione** ma può essere presa in considerazione in occasione dei rinnovi dei contratti nazionali.

Fig. 17 - Crescita annua (realizzata) del salario minimo nominale



Nota: sono esclusi i Paesi all'area euro che non prevedono un salario minimo: Austria, Cipro, Finlandia, Italia. Non si considera inoltre l'incremento atteso in Germania. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurofound

Fig. 18 - Crescita annua del salario minimo reale



Nota: sono esclusi i Paesi all'area euro che non prevedono un salario minimo: Austria, Cipro, Finlandia, Italia. Non si considera inoltre l'incremento atteso in Germania. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurofound

Anche **i rischi derivanti dall'aumento dei salari minimi appaiono tutto sommato contenuti**. L'aumento dei salari minimi nel 2021-22, se si escludono Repubbliche Baltiche e il Portogallo, è stato inferiore a quello dell'inflazione (Figg. 17-18). Nel corso del 2022 e del 2023 potremmo assistere a maggiori incrementi: in Germania l'aumento del salario minimo del 25% è tra gli obiettivi del Governo (entrerà probabilmente in vigore a partire da ottobre), mentre in Spagna il

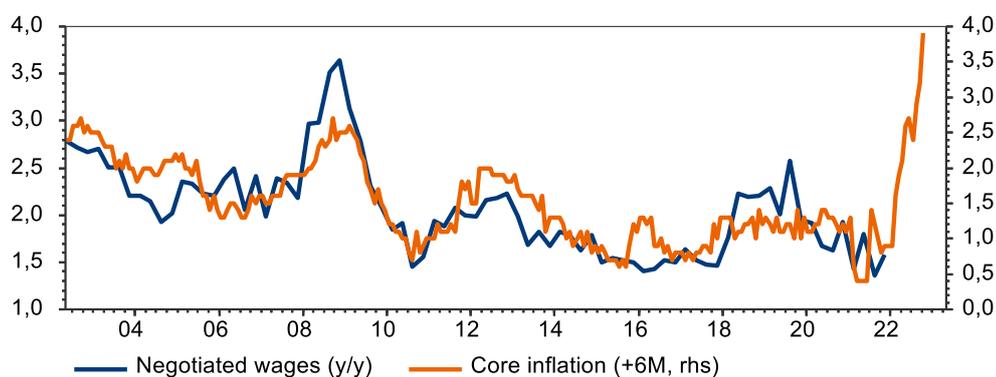
² ECB Economic Bulletin, Issue 7/2021. The prevalence of private sector wage indexation in the euro area and its potential role for the impact of inflation on wages

salario minimo è stato ulteriormente rialzato a febbraio e il Governo ha annunciato l'intenzione di aumentarlo ulteriormente nel 2023 per portarlo al 60% della retribuzione media. Si stima che in media nell'Eurozona i salari minimi possano crescere di almeno il 4% circa quest'anno e del 9% nel 2023, con un **impatto diretto sulle retribuzioni medie** che **dovrebbe** comunque **risultare contenuto**: intorno a +0,1-0,2% nel 2022 e +0,2-0,4% nel 2023³. Teoricamente l'aumento dei salari minimi potrebbe agire sul costo del lavoro anche in maniera indiretta spingendo al rialzo il resto della curva salariale; tuttavia, evidenze empiriche dimostrano come **il grado di trasferimento sul resto del monte salari sia modesto**⁴.

Conclusioni

In sintesi, la dinamica salariale ancora complessivamente contenuta sarebbe spiegata da un **grado di risorse inutilizzate superiore rispetto a quanto emerge dai dati sul tasso di disoccupazione** e dalle posizioni vacanti, mentre una serie di fattori, tra cui la ricomposizione settoriale avvenuta durante la crisi pandemica, potrebbe aver contenuto le pressioni al rialzo sulle retribuzioni. Tuttavia, **il forte aumento dell'inflazione corrente potrebbe comunque innescare effetti "di seconda battuta"**, contribuendo a spingere al rialzo le dinamiche salariali nei prossimi trimestri. Riteniamo che l'aumento dei salari minimi e l'indicizzazione dei salari alla crescita dei prezzi, ove applicata, avranno un impatto complessivamente contenuto sul costo medio del lavoro. Sarà invece fondamentale monitorare l'evoluzione dei rinnovi dei contratti collettivi, in quanto il tema del recupero di potere d'acquisto per i lavoratori potrebbe diventare di importanza crescente in fase di negoziazione.

Fig. 19 - L'elevata inflazione pone rischi al rialzo sui rinnovi contrattuali in Eurozona



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE, Eurostat

³ ECB Economic Bulletin, Issue 3/2022. Minimum wages and their role for euro area wage growth.

⁴ Dustmann, Lindner, Schönberg, Umkehrer, vom Berge, Reallocation Effects of the Minimum Wage, *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 137, Issue 1, February 2022, Pages 267–328; Gautier, Fougère, Roux, The Impact of the National Minimum Wage on Industry-Level Wage Bargaining in France", *Working Paper Series*, No 587, *Banque de France*, April 2016.

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

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com
---------------	-------	---------------------------------