

**Focus Area Euro****Rischi di spirali prezzi-salari?**

Nonostante il tasso di disoccupazione sia sceso ai minimi da almeno il 1998, nell'Eurozona il mercato del lavoro appare ben lontano da un surriscaldamento simile a quello che si riscontra negli Stati Uniti. Una delle ragioni risiede nel fatto che, durante la crisi pandemica, l'aggiustamento del mercato del lavoro è avvenuto nell'area euro principalmente sulle ore lavorate (grazie al ricorso agli schemi di riduzione di orario finanziati dai governi), mentre negli Stati Uniti si è agito primariamente sul numero degli occupati. Di conseguenza, negli USA la crisi ha creato più disoccupati, una parte dei quali ha abbandonato la forza lavoro, con il risultato di una compressione dell'offerta di lavoro e pressioni sui salari; viceversa, l'area euro, dove il tasso di partecipazione è già tornato sopra i livelli pre-pandemici, non sembra presentare un eccesso di domanda di lavoro rispetto all'offerta.

Un ulteriore elemento da monitorare per valutare le prospettive per il costo del lavoro è l'evoluzione della ricomposizione settoriale del mercato del lavoro avvenuta durante la pandemia, che potrebbe creare pressioni al rialzo sui salari in alcuni specifici comparti. Solo alcuni settori (costruzioni e information technology in Italia, ad esempio) sembrano presentare uno scenario da genuino "eccesso di domanda"; peraltro, per i comparti più colpiti dal Covid-19 (come i servizi ricettivi e di ristorazione), che hanno espulso manodopera (tipicamente precaria e stagionale) durante la fase pandemica, non si possono escludere difficoltà a recuperare i livelli occupazionali pre-pandemici, con possibili pressioni al rialzo sulle retribuzioni.

I rischi di spirali prezzi-salari generalizzate ci sembrano in ogni caso contenuti. In alcuni settori, le imprese dispongono ancora di buoni margini di profitto, e potrebbero essere più disponibili ad accordare aumenti, ma i progressi in termini di produttività potrebbero rendere sostenibili retribuzioni più elevate senza innescare tensioni sul costo del lavoro per unità di prodotto. Inoltre, le rivendicazioni salariali, in un'ottica di recupero di potere d'acquisto per i lavoratori, potrebbero essere contenute da diversi fattori strutturali (tra questi, la maggiore flessibilità del mercato del lavoro rispetto al passato, e la minore quota di lavoratori coperta da contratti collettivi e/o iscritta ai sindacati).

**8 giugno 2022****Direzione Studi e Ricerche****Macroeconomic Research****Aniello Dell'Anno**

Economista - Area euro

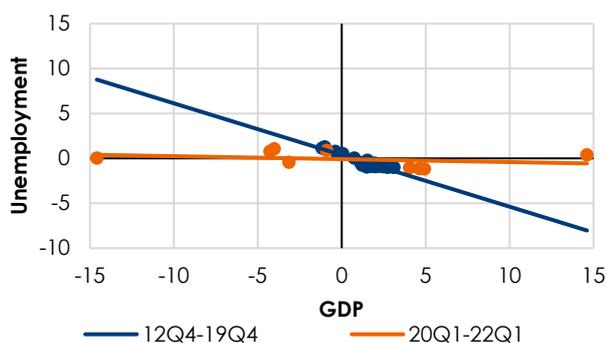
**Andrea Volpi**

Economista - Area euro

## Uno sguardo alla legge di Okun

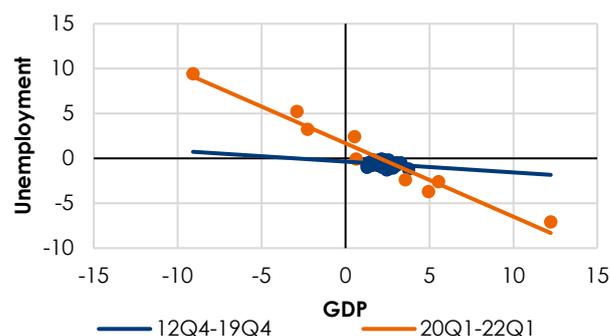
Nella letteratura economica la relazione che insiste tra i cambiamenti della disoccupazione e le variazioni della produzione è conosciuta come **legge di Okun**<sup>1</sup>. La relazione è descritta dalle Fig. 1 e 2, che evidenziano la correlazione negativa tra tasso di crescita annuale del PIL e la variazione del tasso di disoccupazione.

**Fig. 1 – Area euro: variazione % a/a del PIL e del tasso di disoccupazione (in pp)**



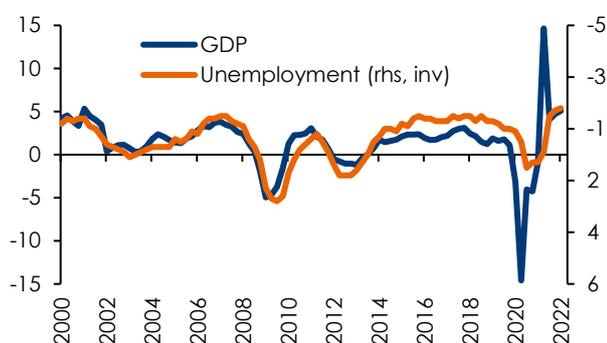
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 2 – Stati Uniti: variazione % a/a del PIL e del tasso di disoccupazione (in pp)**



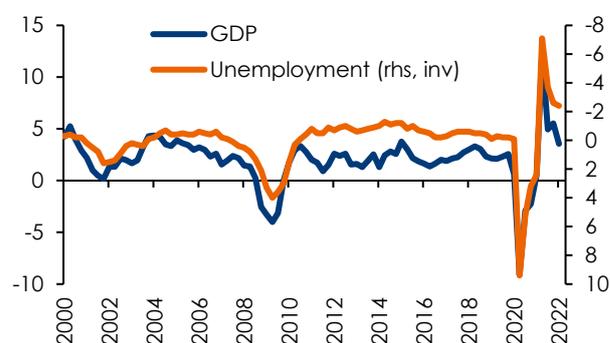
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati US Bureau of Labor Statistics, US Bureau of Economic Analysis

**Fig. 3 – Area euro: PIL (var % a/a) e tasso di disoccupazione (differenza a/a in punti percentuali)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 4 – Stati Uniti: PIL (var % a/a) e tasso di disoccupazione (differenza a/a in punti percentuali)**



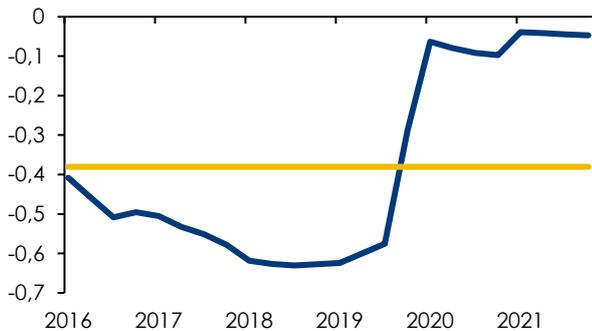
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati US Bureau of Labor Statistics, US Bureau of Economic Analysis

Nell'area euro, la curva di tendenza diventa più piatta se utilizziamo solamente i dati sulla crescita del PIL dal 1° trimestre 2020, ovvero dallo scoppio del Covid-19: nel corso di una recessione, la volontà di mantenere gli stessi livelli di manodopera da parte delle imprese, unitamente alle misure di sostegno del mercato del lavoro, causano una distorsione, seppur temporanea, nella relazione tra variazione della produzione e disoccupazione. **La moderazione del coefficiente di Okun vista nei trimestri più recenti è quindi prevedibilmente spiegata dal taglio delle ore lavorate e dall'ampio accesso agli schemi di riduzione di orario finanziati dai governi** (simili alla cassa-integrazione in vigore in Italia). L'opposto è accaduto negli Stati Uniti, dove

<sup>1</sup> La legge di Okun suggerisce che ad un calo della crescita della produzione tra il 2% e il 3% si associ un aumento di un punto percentuale del tasso di disoccupazione (vedi, Okun, A.M., "Potential GNP: Its Measurement and Significance", Proceedings of the Business and Economic Statistics Section, American Statistical Association, 1962, pp. 98-104).

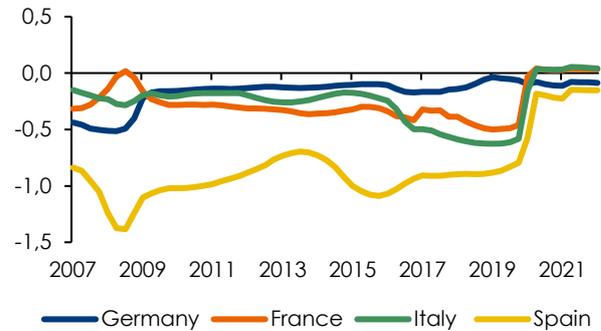
l'aggiustamento nel mercato del lavoro si è concentrato principalmente sul numero degli occupati e, quindi (ceteris paribus), sul tasso di disoccupazione.

**Fig. 5 - Andamento del coefficiente di Okun nell'area euro stimato attraverso una regressione rolling, 2° trim. 2016- 1° trim. 2022**



Nota: per la nostra analisi abbiamo utilizzato una stima rolling su una finestra di 28 trimestri: il primo coefficiente (per il 1° trimestre 2007) è stimato sulla base dei dati dal 1° trimestre 2000 al 1° trimestre 2007, mentre la stima finale – per il 1° trimestre 2022 – riflette i dati relativi al periodo dal 1° trimestre 2015 al 1° trimestre 2022. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

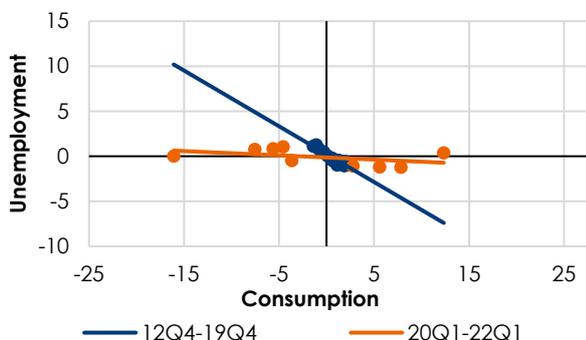
**Fig. 6 - Andamento del coefficiente di Okun nei principali Paesi dell'Eurozona stimato attraverso una regressione rolling, 1° trim. 2007- 1° trim. 2022**



Nota: per la nostra analisi abbiamo utilizzato una stima rolling su una finestra di 28 trimestri: il primo coefficiente (per il 1° trimestre 2007) è stimato sulla base dei dati dal 1° trimestre 2000 al 1° trimestre 2007, mentre la stima finale – per il 1° trimestre 2022 – riflette i dati relativi al periodo dal 1° trimestre 2015 al 1° trimestre 2022. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat.

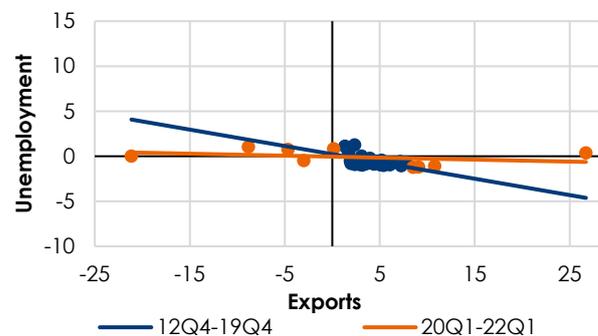
Un altro interessante spunto di analisi emerge dalla disaggregazione della relazione di Okun, capace di distinguere le differenti sensibilità della disoccupazione alle varie componenti di PIL. Nell'area euro **sembra che la disoccupazione risenta maggiormente delle variazioni della componente dei consumi privati** (Fig. 7), mentre i movimenti dell'export incidono meno sui movimenti del tasso dei senza-lavoro (Fig. 8). Le conclusioni dell'analisi grafica sembrano intuitivamente sensate. Ad esempio, la maggiore reattività della disoccupazione ai consumi cattura la natura ad alta intensità di manodopera dei servizi, che rappresentano la maggior parte della spesa dei consumatori. Al contrario, le esportazioni di merci rappresentano circa il 75% dell'export dell'Eurozona. I beni manufatti sono meno labour-intensive rispetto ai servizi, il che spiega perché le esportazioni mostrino una relazione con la disoccupazione decisamente più debole rispetto ai consumi, con una curva apparentemente anelastica. Ad ogni modo, questa differenza viene meno se stimiamo la relazione di Okun utilizzando i dati dal 1° trimestre 2020, con la curva che diventa piatta per entrambe le componenti del PIL.

**Fig. 7 - Variazione % a/a della spesa in consumi e del tasso di disoccupazione nell'area euro (in pp)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 8 - Variazione % a/a delle esportazioni e del tasso di disoccupazione nell'area euro (in pp)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

## Rischi di effetti di seconda battuta limitati nell'Eurozona

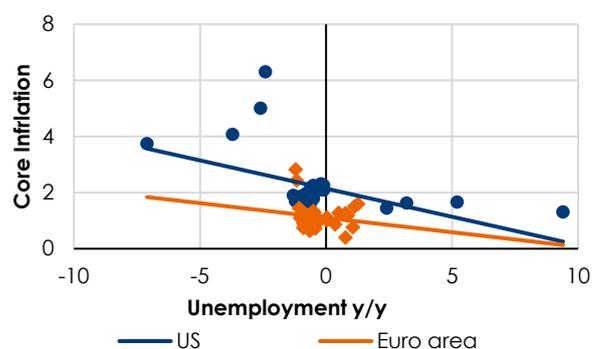
Un contesto, come quello attuale, di bassa disoccupazione ed elevata inflazione potrebbe innescare pressioni salariali sia per il maggior potere contrattuale da parte dei lavoratori che per il tentativo di recuperare il potere d'acquisto perduto attraverso un aumento delle retribuzioni. Le evidenze empiriche dell'ultimo decennio mostrano come nell'Eurozona, anche nel caso di un mercato del lavoro in recupero, non si è assistito ad un aumento significativo dei salari. È anche vero, però, che il tasso di disoccupazione non è mai stato così basso e l'inflazione era molto più contenuta di quella odierna. Inoltre, visto il contesto di elevata incertezza, è difficile capire se queste tendenze prenderanno forza nei prossimi mesi. Tuttavia, al momento, la dinamica salariale non sembra destare particolari preoccupazioni nell'Eurozona (a differenza che negli Stati Uniti).

**Fig.9 – Andamento della correlazione tra salari e inflazione core nell'area euro e negli Stati Uniti**



Nota: gli outlier nella variabile salari orari sono esclusi dall'analisi.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, US Bureau of Labor Statistics, US Bureau of Economic Analysis

**Fig.10 – Negli Stati Uniti la relazione di Phillips è più evidente che nell'Eurozona**



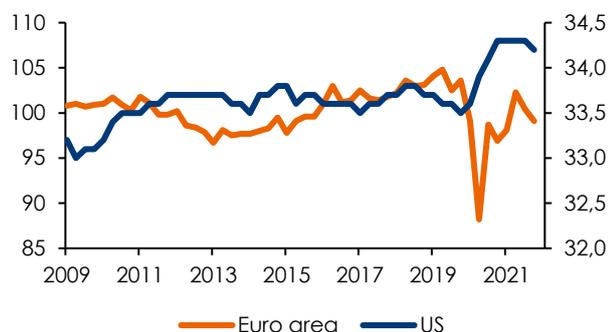
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, US Bureau of Labor Statistics, US Bureau of Economic Analysis

La figura 9 mostra come la correlazione tra inflazione core e tasso di crescita dei salari orari negli Stati Uniti e nell'Eurozona, sebbene abbia seguito un andamento piuttosto simile negli anni passati, abbia poi cominciato a divergere nella fase di ripresa post Covid-19. **La correlazione tra inflazione core e crescita dei salari è tornata sui livelli pre-pandemici negli Stati Uniti, mentre è rimasta su valori bassi nell'Eurozona** (in altri termini, nell'area euro la ripresa occupazionale non si è ancora associata ad una significativa riaccelerazione dei salari).

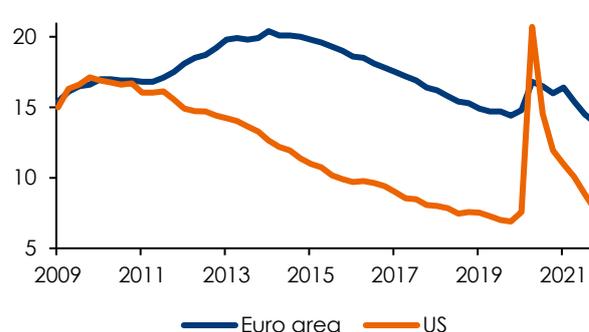
Questa divergenza in parte è spiegata dalle differenti modalità di aggiustamento del mercato del lavoro in seguito ad uno shock negativo, come dimostrano appunto le differenti curve di Okun nelle due aree geografiche. Nell'Eurozona, la relazione tra inflazione salariale e disoccupazione è meno evidente che negli USA<sup>2</sup>: **le imprese continentali in caso di shock negativo variano l'utilizzo delle risorse lungo il margine intensivo (tipicamente, agendo sulle ore lavorate)**. Analizzando i dati sulle ore lavorate, infatti, emerge come il livello del tasso di disoccupazione, attualmente ai minimi almeno dal 1998, stia probabilmente sottostimando il grado di slack nel mercato del lavoro (si veda il nostro Focus "Disoccupazione ai minimi storici, rischi sui salari?" del 05/05/2022) **l'aggiustamento dell'occupazione è avvenuto principalmente sul margine estensivo**.

<sup>2</sup> Vedi "Adjustments along the intensive margin and wages: Evidence from the Euro area and the US", 2019, ECB paper.

Fig. 11 – Indice delle ore lavorate nell'Eurozona e negli Stati Uniti



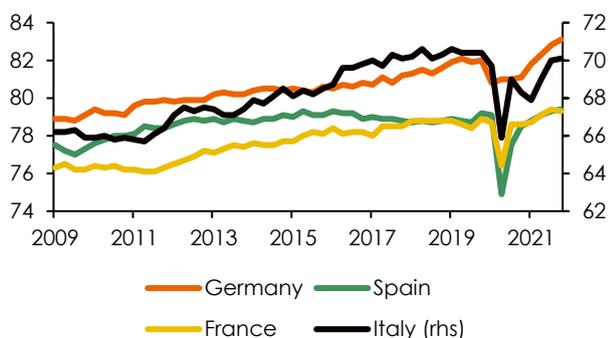
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

Fig. 12 – Andamento di U6<sup>3</sup> nell'Eurozona e negli Stati Uniti

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

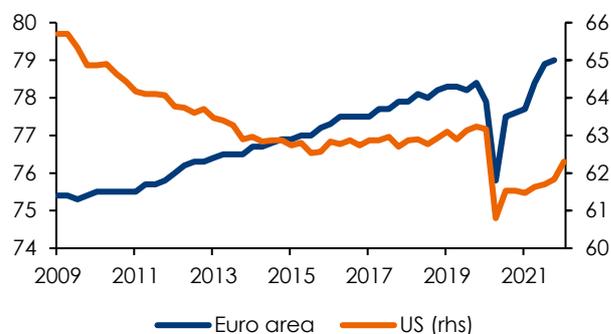
Se negli Stati Uniti al calo dei senza lavoro si è associata anche una riaccelerazione delle ore lavorate, questo non è avvenuto in Eurozona, dove l'indice relativo alle ore lavorate resta ancora inferiore di oltre il 4% rispetto ai livelli di fine 2019. Ulteriori divergenze emergono anche se si guarda al tasso di partecipazione nelle due macroaree. **Negli Stati Uniti, la crisi ha creato più disoccupati, una parte dei quali ha abbandonato la forza lavoro; il calo della partecipazione che ne è derivato (vedi Fig. 14), comprimendo l'offerta di lavoro, tenderebbe perciò (a parità di domanda) a far salire il prezzo del lavoro, ovvero il salario.** Ciò non è avvenuto nell'area euro, dove il tasso di partecipazione è tornato sopra i livelli pre-pandemici, segnalando minori rischi di eccesso di domanda rispetto all'offerta sul mercato del lavoro e, di conseguenza, minori pressioni sui salari.

Fig. 13 – Il tasso di partecipazione recupera in molti paesi dell'area euro...



Fonte: Eurostat

Fig. 14 – ...mentre rimane ben al di sotto dei livelli pre-Covid negli Stati Uniti



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

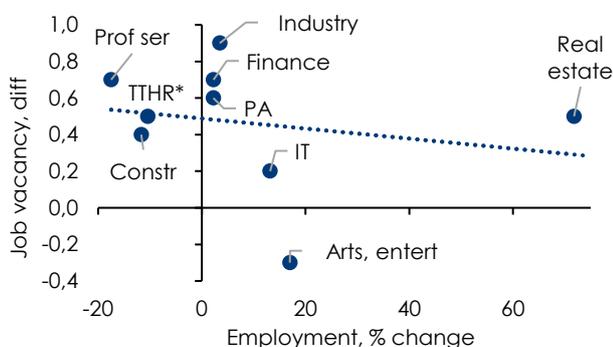
Un ulteriore elemento da monitorare per valutare le prospettive per il costo del lavoro è l'evoluzione della **ricomposizione settoriale del mercato del lavoro avvenuta durante la pandemia**. Non disponiamo della disaggregazione settoriale del tasso di posizioni vacanti nel complesso dell'Eurozona ma solo di alcuni paesi come Germania e Italia. In entrambi i Paesi solo le attività artistiche, di intrattenimento e divertimento, oltre a non aver recuperato i livelli occupazionali di fine 2019, registrano anche un minor tasso di posizioni vacanti rispetto al periodo

<sup>3</sup> 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:

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

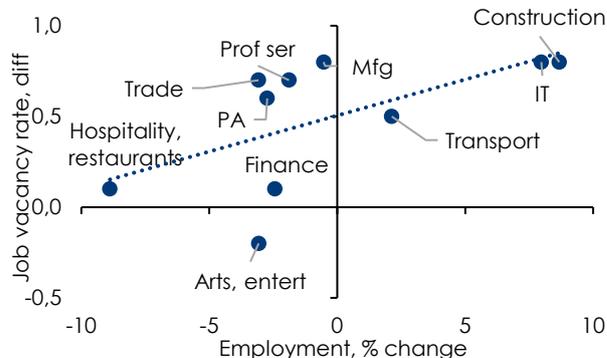
pre-pandemico, dando quindi nel complesso una chiara indicazione di moderazione salariale. Tra gli altri settori invece, se si guarda all'Italia (il Paese del quale si dispone di un quadro più dettagliato), **i comparti che sembrano caratterizzati da eccesso di domanda (forte crescita sia degli occupati che del tasso di posizioni vacanti), e quindi con il maggior potenziale di aumento delle retribuzioni, sono le costruzioni e l'information technology**, ovvero i comparti che hanno mostrato il maggior dinamismo dal lato della domanda durante la ripresa post-pandemica. Altri settori invece, come **i servizi ricettivi e di ristorazione, presentano un gap occupazionale ancora ampio senza segnali di un significativo incremento del tasso di posizioni vacanti**. È però possibile che ciò sia imputabile al fatto che i dati sono aggiornati a fine 2021, quando il settore continuava ad essere penalizzato dall'ondata pandemica invernale; solo nei prossimi mesi potremmo assistere a pressioni al rialzo sui salari, soprattutto nel caso in cui la manodopera, tipicamente stagionale e precaria, abbia abbandonato la forza lavoro o si sia ricollocata in altri settori, configurando uno scenario strutturale di difficoltà di riassorbimento di manodopera nei settori dei servizi più colpiti dal Covid-19.

**Fig. 15 - Germania: differenza tra tasso di posizioni vacanti e variazione % degli occupati da fine 2019**



Nota: (\*) Trade, Transport, Hospitality, Restaurants; Arts and Entertainment include anche "altri servizi"; dati aggiornati a fine 2021. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

**Fig. 16 - Italia: differenza tra tasso di posizioni vacanti e variazione % degli occupati da fine 2019**

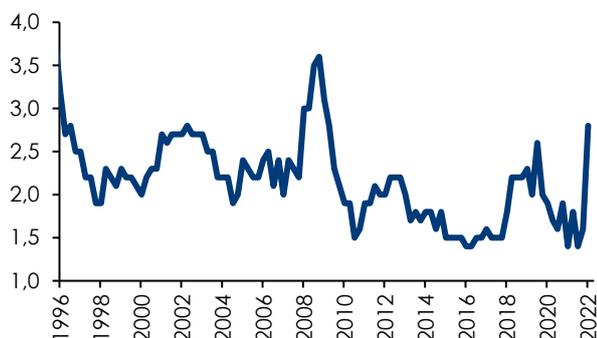


Nota: dati aggiornati a fine 2021. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

In sintesi, **riteniamo che la crescita dei salari nominali possa accelerare in corso d'anno, ma allo stesso tempo riteniamo poco probabile che l'accelerazione dell'inflazione possano innescare pericolosi effetti di seconda battuta**.

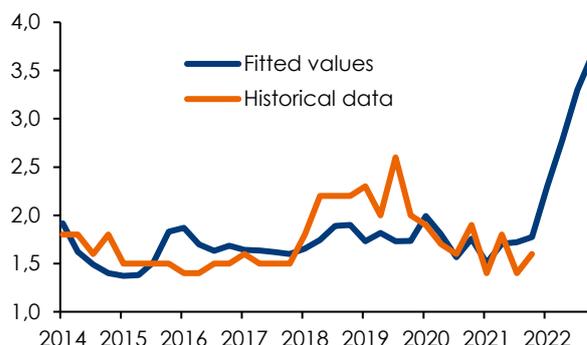
Non disponiamo ancora di dati aggiornati sulle retribuzioni orarie nell'area euro (le ultime rilevazioni sono ferme a fine 2021), ma i dati sugli accordi sindacali conclusi nei primi mesi dell'anno indicano che **nel 1° trimestre 2022 la crescita dei salari negoziali ha mostrato un'accelerazione al 2,8% a/a da 1,6% di fine 2021**, al ritmo più veloce dal 2009. Il robusto incremento di inizio anno è stato sostenuto da fattori straordinari, una tantum, negoziati in Germania lo scorso anno, in un contesto congiunturale differente da quello corrente. Negli altri paesi, infatti, si è registrato un aumento delle retribuzioni contrattuali più contenuto; in ogni caso, è probabile che nel corso del 2022 la dinamica salariale possa muoversi verso l'alto. Per esempio, in Germania il sindacato metalmeccanico IG Metall sta trattando sulla base di una richiesta di aumento dell'8,2% per gli 85 mila lavoratori delle acciaierie, e ulteriori rinnovi sono in calendario per i prossimi mesi. Inoltre, anche in altri paesi, come Francia, Olanda e Spagna, ci sono indicazioni di maggiori richieste da parte dei sindacati. Infine, anche i rinnovi di contratti collettivi scaduti e non rinnovati dopo lo scoppio della pandemia dovrebbero concludersi con aumenti delle retribuzioni orientati a un parziale recupero del potere d'acquisto eroso dalla crescita dei prezzi al consumo. Non escludiamo però che, come sta avvenendo in Germania nel settore manifatturiero, le imprese puntino a raggiungere accordi che prevedano l'elargizione di bonus straordinari una tantum per far fronte al rincaro dei prezzi per le famiglie dei lavoratori, senza che questo si traduca in retribuzioni strutturalmente più elevate.

**Fig. 17 – Area euro: nel 1° trimestre i salari negoziati sono cresciuti del 2,8% a/a**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

**Fig. 18 – Le retribuzioni contrattuali sono attese in aumento nel 2022 (variazioni % a/a)**

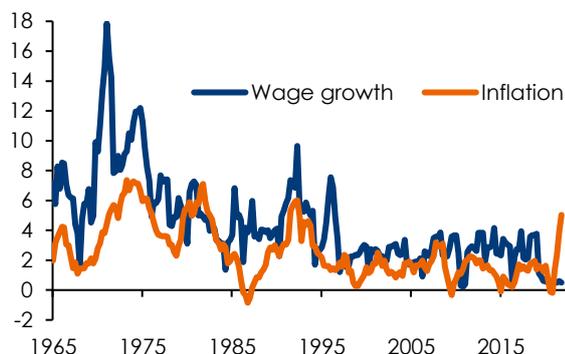


Nota: stima delle retribuzioni contrattuali attraverso un modello che tiene in considerazione l'inflazione al netto dell'energia, la crescita del PIL e i profitti delle imprese. Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Per stimare l'andamento dei salari negoziati nel corso di quest'anno abbiamo sviluppato un modello che considera come variabili esplicative l'inflazione al netto dell'energia, la crescita del PIL e i profitti delle imprese. In base ai risultati del modello, **la dinamica salariale accelererebbe progressivamente nei prossimi trimestri, per attestarsi intorno al 3,7% a/a a fine 2022**; in media annua, la crescita delle retribuzioni contrattuali salirebbe al 3% dall'1,6% dello scorso anno. Anche l'aumento dei salari minimi, approvati e previsti, per l'anno in corso dovrebbe avere un impatto positivo, sia pur complessivamente contenuto, sulle retribuzioni medie nell'Eurozona (intorno a +0,2/0,4% nel 2022-23 secondo le stime della BCE). In ogni caso, nel 2022, alla luce dell'elevata inflazione (sopra il 6% in media annua), la crescita reale delle retribuzioni si attesterebbe in territorio negativo.

**Riteniamo che il rischio di pericolose spirali prezzi-salari sia contenuto:** in alcuni settori, le imprese dispongono ancora di buoni margini di profitto, e potrebbero essere più disponibili ad accordare aumenti, ma i progressi in termini di produttività rendono sostenibili salari più alti senza innescare tensioni sul costo del lavoro per unità di prodotto. Inoltre, le rivendicazioni salariali, in un'ottica di recupero di potere d'acquisto per i lavoratori, potrebbero essere contenute da diversi fattori strutturali, tra i quali: la maggiore flessibilità del mercato del lavoro rispetto al passato (Fig.15), e la minore quota di lavoratori coperta da contratti collettivi e/o iscritta ai sindacati (Fig.16).

**Fig. 19 – In Germania la crescita dei salari è inferiore all'inflazione**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bundesbank, Destatis

**Fig. 20 – In Germania la minore rappresentatività dei sindacati rispetto al passato ne riduce il potere contrattuale**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OECD

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Incentivi relativi alla ricerca

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

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

### Metodologia di distribuzione

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

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

## Metodologia di valutazione

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

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

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

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