

Focus Stati Uniti

Cercasi manodopera disperatamente

Il mercato del lavoro USA è in una fase di surriscaldamento avanzato. La rapidissima crescita della domanda di lavoro, a fronte di una ripresa dell'offerta frenata da fattori sia temporanei che strutturali, ha dato il via a rialzi salariali diffusi e incompatibili con l'obiettivo di stabilità dei prezzi della Fed. Le previsioni per i prossimi trimestri sono di persistenti pressioni verso l'alto sui salari, che giustificherebbero rialzi aggressivi dei tassi, verso livelli restrittivi.

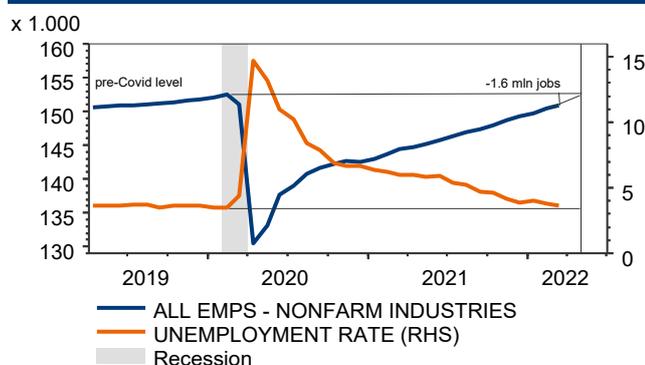
Il **mercato del lavoro USA continua a migliorare**. Il tasso di disoccupazione, a 3,6% a marzo, è a ridosso del livello pre-pandemia (3,5%) e 4 decimi sotto il livello di più lungo termine stimato dalla Fed al 4%. La variazione media mensile degli occupati negli ultimi 3 mesi è stata pari a 562 mila. Con una crescita occupazionale in linea con quella di marzo (431 mila) e l'attuale tasso di partecipazione (62,4%), il tasso di disoccupazione scenderebbe a 2,9% a giugno, segnalando crescente surriscaldamento.

Già ora **l'eccesso di domanda è evidente dal rafforzamento e dalla diffusione dei trend verso l'alto dei salari**. Nella prima fase della ripresa, l'accelerazione salariale e la domanda di lavoro erano concentrati nei settori influenzati direttamente dalla pandemia (in particolare i servizi ricreativi). Da metà 2021, tuttavia, i rialzi delle retribuzioni si sono diffusi a tutti i settori e a tutte le categorie di lavoratori, generando l'instaurarsi di una **spirale salari/prezzi**.

Integrando gli indicatori dal lato dell'offerta di lavoro (disoccupazione, partecipazione) con quelli dal lato della domanda (posizioni aperte, dimissioni) emerge un quadro di pressioni crescenti, che generano spinte verso l'alto sui salari, incompatibili con l'obiettivo della stabilità dei prezzi della Fed. Il quadro del mercato del lavoro, caratterizzato da una domanda eccessiva rispetto all'offerta, giustifica l'adozione di una **politica monetaria potenzialmente restrittiva**.

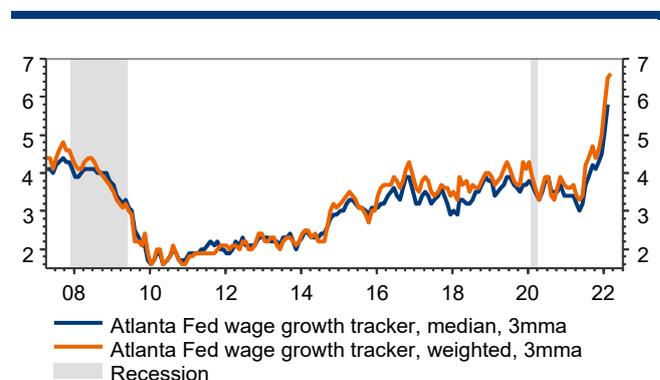
La Fed ha comunicato che il ritmo di rimozione dello stimolo monetario sarà "spedito", con rialzi aggressivi dei tassi e riduzione rapida del bilancio, per riportare sotto controllo l'inflazione, che in parte è alimentata dalla spirale salari/prezzi ormai in atto. Come ha detto la Fed, per soddisfare l'obiettivo della stabilità dei prezzi, sarà necessario frenare la domanda (inclusa quella di lavoro): a nostro avviso, i tassi dovranno essere alzati in territorio restrittivo, con rischi di un eccessivo rallentamento/recessione a fine 2023 o nel 2024.

Fig. 1 – Mercato del lavoro sotto pressione: occupazione frenata da mancanza di offerta...



Fonte: BLS

Fig. 2 - ...salari in accelerazione



Fonte: Atlanta Fed

11 aprile 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Giovanna Mossetti

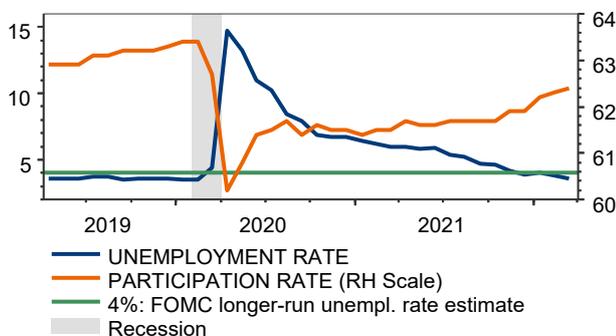
Economista - USA e Giappone

Boom di domanda di lavoro e offerta insufficiente fanno volare i salari

Il mercato del lavoro USA prosegue sul trend di ininterrotto miglioramento iniziato a maggio 2020. A marzo, gli **occupati non agricoli** sono aumentati di 431 mila (media a 3 mesi: 562 mila), il tasso di disoccupazione è sceso a 3,6% e il tasso di partecipazione è salito a 62,4%. Il recupero rispetto a febbraio 2020 è ancora incompleto su due fronti: il differenziale degli occupati è di 1,6 mln e il tasso di partecipazione è inferiore di 1pp. Il rientro del tasso di disoccupazione al di sotto del livello di lungo termine, stimato dal FOMC a 4% e a ridosso del livello pre-Covid (-1 decimo) è in parte spiegato dal fatto che la minor forza lavoro compensa i minori occupati. Come ha più volte sottolineato la Fed, per valutare la distanza dalla massima occupazione occorre monitorare un ampio insieme di variabili, sia dal lato dell'offerta sia da quello della domanda. Il quadro che emerge rivela un mercato del lavoro già in fase di elevato surriscaldamento, con salari su un trend in rapida accelerazione e una spirale già in atto fra costo del lavoro e inflazione. La politica monetaria dovrà frenare la domanda e, come ha detto Powell, "un atterraggio morbido non è garantito".

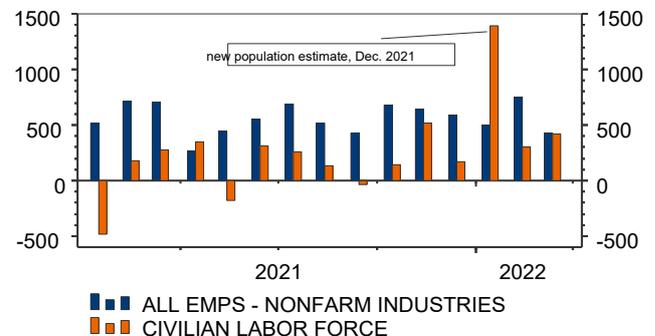
La ripresa post-pandemica ha registrato un recupero rapidissimo del PIL, che a fine 2021 era 3pp sopra il livello pre-Covid ed è tornato sul trend pre-recessivo. Gli occupati invece sono inferiori dell'1% rispetto a febbraio 2020. Domash e Summers¹ stimano a 7,3 mln (corrispondente a -4,8%) il differenziale rispetto al numero di occupati che sarebbero stati generati mantenendo il trend precedente la recessione. Il recupero dell'offerta di lavoro, associato al miglioramento del quadro pandemico, non è adeguato alla crescita della domanda e ha generato un trend verso l'alto dei salari, alimentato anche dal rialzo dell'inflazione. Il disequilibrio fra domanda e offerta di lavoro e la conseguente spirale salari/prezzi sono la principale preoccupazione per la Fed e determineranno, a nostro avviso, un ritorno della politica monetaria in territorio restrittivo.

Fig. 3 – Il tasso di disoccupazione prosegue nella discesa ed è ora 4 decimi sotto il livello di più lungo termine stimato dal FOMC a 4%



Fonte: BLS, Federal Reserve Board

Fig. 4 – Le variazioni della forza lavoro, anche se in media positive, non tengono il passo della dinamica occupazionale e, a gennaio, sono viziate dall'aggiornamento annuale della popolazione



Fonte: BLS

Nel ciclo attuale, gli indicatori di domanda e offerta di lavoro danno **segnali non omogenei riguardo all'entità di risorse disponibili**, con i primi (posizioni aperte, dimissioni volontarie) in linea con un mercato del lavoro sotto estrema pressione e i secondi (tasso di disoccupazione, tasso di occupazione) invece coerenti con un utilizzo elevato, ma non davvero eccessivo, delle risorse. Lo spostamento verso l'alto della relazione fra tasso di disoccupazione e tasso di posizioni aperte, la cosiddetta curva di Beveridge (Fig. 7), dà una misura della difficoltà di riconciliare gli indicatori da offerta e domanda e prevedere l'andamento dei salari. A nostro avviso, le informazioni dal lato della domanda di lavoro sono più attendibili e danno la valutazione più accurata della scarsità di risorse. Sulla base di questi segnali, la Fed è già terribilmente in ritardo e deve intervenire con urgenza e aggressività.

¹ A. Domash, L. Summers, How tight are US labor markets?, NBER Working Paper #29739, febbraio 2022

Gli **indicatori dal lato delle imprese** sono unanimi nel segnalare una pressione estremamente elevata sul mercato del lavoro, definita da Powell "pericolosa", tale da impedire di soddisfare ordini e domanda. Una misura di tale tensione emerge dal rapporto fra posizioni aperte e disoccupati, sul livello record di 1,8 a febbraio (Fig. 5). Le posizioni aperte, a 11,3 mln erano quasi il doppio dei disoccupati, 6,5 mln, a gennaio 2022. Il gap non potrebbe chiudersi neppure con un ritorno della forza lavoro sui livelli pre-pandemici. Circa il 50% delle piccole imprese ha una o più posizioni vacanti per mancanza di candidati e tutte le indagini riportano problemi dovuti alla scarsità di manodopera. Un altro indicatore di tensione sul mercato del lavoro è il tasso di dimissioni volontarie, che segnala crescente fiducia degli individui nella possibilità di trovare un'altra occupazione, con condizioni uguali o migliori rispetto a quella che viene lasciata (Fig. 6). Domash e Summers (D-S, v. nota pagina precedente) mostrano che le posizioni vacanti e le dimissioni volontarie, con ritardi di 1 o 2 anni, sono i più accurati **previsori della dinamica salariale** e dominano anche il tasso di disoccupazione.

Inoltre, D-S costruiscono una **misura di disoccupazione dal lato delle imprese** (Firm-Side Unemployment Rate, FSUR), in base alla quale il grado di pressione sul mercato del lavoro appare molto maggiore rispetto a quanto emerge dal tasso di disoccupazione tradizionale. Utilizzando gli indicatori dal lato della domanda di lavoro, D-S stimano un FSUR effettivo compreso fra 1,2 e 1,7%, circa 2pp al di sotto del livello corrente misurato con l'indagine presso le famiglie (U-3). Prima della pandemia, la stima del tasso di disoccupazione dal lato delle imprese era circa in linea con il tasso U-3 pubblicato dal BLS. D-S simulano la dinamica salariale prevista dal FSUR nel prossimo biennio utilizzando 4 misure salariali, ottenendo indicazioni di crescita superiore al 6% a/a per tre di esse e al 5% a/a per una. I risultati sono validi anche con un'analisi cross-section che utilizza informazioni a livello statale.

Un ulteriore argomento a favore dell'importanza delle **dimissioni volontarie per la previsione dei salari** emerge da un lavoro di B. Hobijn² in cui si paragonano i dati sulle dimissioni misurate dalla Job Openings and Labor Turnover Survey, iniziata nel 2000, con i dati della Manufacturing Labor Turnover Survey, condotta fra il 1946 e il 1978. Il confronto mostra che nei casi di riprese veloci il livello del tasso di dimissioni volontarie era paragonabile a quello attuale. Integrando i dati della JOLTS con informazioni derivanti dalla Current Population Survey, che dà informazioni anche sulle caratteristiche degli individui, Hobijn conclude che i "dimissionari" sono per la maggior parte individui che cambiano lavoro all'interno del loro settore e lo fanno per ottenere condizioni economicamente migliori, non per cambiare settore e/o abbandonare la forza lavoro. In sostanza, si può definire questo trend non tanto "le grandi dimissioni", quanto "la grande rinegoziazione".

In conclusione, dal lato della domanda del mercato del lavoro, tutte le informazioni puntano a una **crescita salariale in accelerazione su livelli non coerenti con l'obiettivo di stabilità dei prezzi** della Fed. Questa crescita è spinta da condizioni esistenti e ha una sua inerzia già in atto, come appare evidente da tutti gli aggregati salariali.

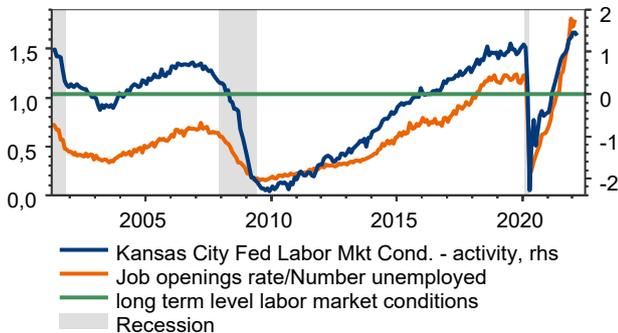
Imprese alla ricerca del lavoratore perduto

Dove sono andati tutti i lavoratori?

Dimissioni: un meccanismo per migliorare le condizioni salariali

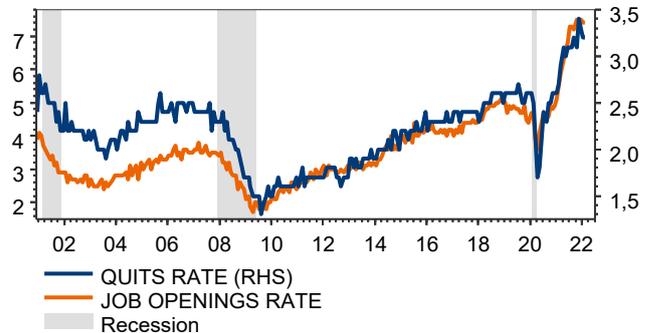
² B. Hobijn, "Great Resignations" are common during fast recoveries, FRBSF Economic Letter, aprile 2022

Fig. 5 – Segnali di stress: 1,8 posizioni aperte per ogni disoccupato e indice delle condizioni del mercato del lavoro su massimi storici



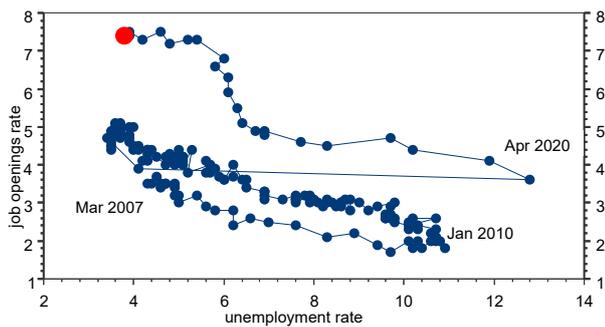
Fonte: BLS, Kansas City Fed. Il Labor Market Conditions Indicator della KC Fed utilizza 24 variabili dai lati di offerta e domanda di lavoro ed è pari a 0 con condizioni di più lungo termine

Fig. 6 – Posizioni aperte e dimissioni volontarie su livelli record



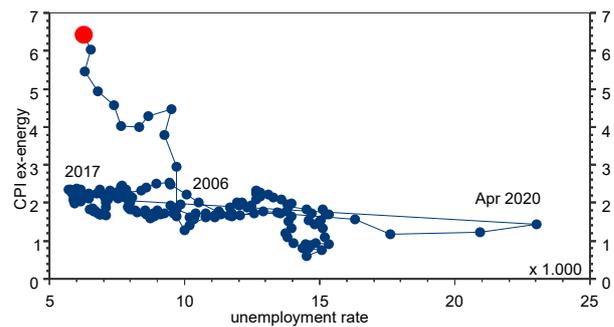
Fonte: BLS

Fig. 7 – La relazione fra disoccupazione e posizioni aperte è cambiata



Nota: in rosso l'ultimo dato disponibile (febbraio 2022). Fonte: BLS

Fig. 8 – La curva di Phillips è tornata a essere inclinata negativamente: ridurre la disoccupazione “costa” molto in termini di inflazione



Nota: in rosso l'ultimo dato disponibile (febbraio 2022). Fonte: BLS

Dal lato dell'**offerta di lavoro**, la lentezza del recupero della partecipazione da marzo 2022 è in parte ascrivibile a fattori temporanei (timori di contagio, chiusura delle scuole, sussidi di disoccupazione generosi) che negli ultimi due trimestri si sono ridotti o sono stati eliminati. Il ritorno della partecipazione sui livelli pre-recessivi richiede sempre tempo. Inoltre, la partecipazione è influenzata dall'invecchiamento della popolazione, con il progressivo aumento della quota di individui che appartengono alle coorti con più di 55 anni. Secondo Brookings³, circa due terzi della minor partecipazione complessiva (-1,2pp) a fine 2021 rispetto a febbraio 2020 era causata da cambiamenti comportamentali, mentre un terzo era associato a fattori demografici.

Molti freni all'offerta di lavoro si stanno riducendo, ma non abbastanza

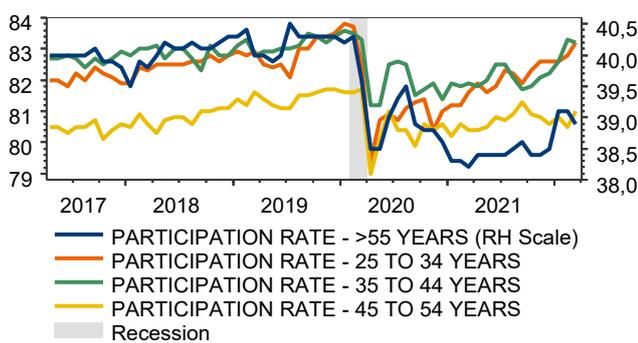
La domanda oggi è se ci sono **cambiamenti strutturali** indotti dalla pandemia che possano frenare in modo duraturo la partecipazione, al di là dell'invecchiamento della popolazione. Come appare dalla Figura 10, per le coorti centrali, fra 25 e 44 anni, il miglioramento della pandemia e la normalizzazione nel comparto dell'istruzione sono stati associati a una ripresa della crescita della forza lavoro. Invece, per gli **individui al di sopra dei 45 anni** la partecipazione resta frenata da una tendenza, definita "il grande pensionamento", apparentemente più duratura. Stime della St Louis Fed valutavano i pensionamenti in eccesso causati da Covid alla

Obiettivo pensione

³ L. Bauer, W. Edelberg, Labor market exits and entrances are elevated: Who is coming back? The Hamilton Project, Brookings, dicembre 2021

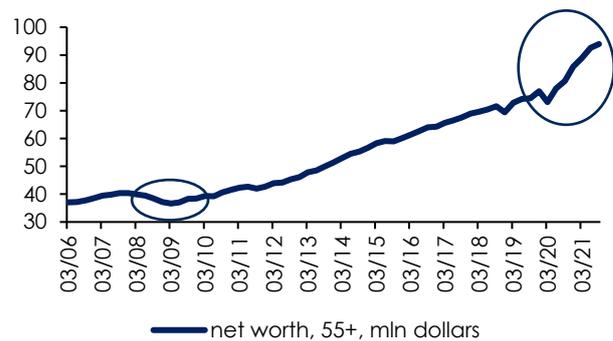
fine dell'estate 2021 a 2,4 mln. Alla luce del successivo aumento della partecipazione, i maggiori pensionamenti potrebbero essere intorno a 1 mln nel 2022. Il nuovo trend può essere spiegato da due fattori: da un lato, i persistenti timori legati alla pandemia e dall'altro, in misura a nostro avviso più rilevante, la situazione finanziaria delle coorti più anziane molto migliore rispetto a quella con cui tipicamente tali coorti escono da una recessione. Secondo stime della St Louis Fed, correggendo per l'inflazione e la crescita della popolazione, la ricchezza netta media è salita del 12% e del 14,8% tra le famiglie con un capofamiglia di età compresa tra i 55 e i 69 anni e i 70 anni e oltre, rispettivamente.

Fig. 9 – Partecipazione in rialzo per le coorti centrali, ma sempre frenata per quelle oltre 45 anni



Fonte: BLS

Fig. 10 - Ricchezza netta delle famiglie con capofamiglia di età superiore a 55 anni in netto aumento anormalmente rapido dopo la recessione



Fonte: Distributional Financial Accounts, Federal Reserve Board

Agli effetti di restrizione all'offerta causati dal calo persistente (anche se non necessariamente strutturale) della forza lavoro nelle coorti più anziane, si aggiunge quello del **blocco dell'immigrazione** causato dalla chiusura degli uffici consolari e dal mancato rinnovo o emissione di visti dovuto ai milioni di casi arretrati. G. Peri di UC Davis stima il flusso annuo di lavoratori dall'estero nel 2021 a 340 mila, pari a un quarto di quello vigente nel 2017.

Infine, anche i cambiamenti della **composizione della forza lavoro e l'elasticità ai salari** della partecipazione delle diverse coorti mettono pressione verso l'alto sui salari e verso il basso sull'offerta di lavoro. Dal 2019, i "millennial" (nati fra il 1981 e il 1996) sono il gruppo più numeroso nella forza lavoro. Secondo l'Atlanta Fed⁴, la risposta in termini di partecipazione di fronte a un aumento dei salari dei "millennial" e della "generazione X" (nati fra il 1965 e il 1980) sia pari a circa due terzi e metà, rispettivamente, se confrontati con il comportamento dei "baby boomer" (v. Fig. 11). Quindi, per attirare sul mercato del lavoro le generazioni più giovani le imprese dovranno offrire aumenti salariali più elevati.

La conclusione di questa carrellata di informazioni da domanda e offerta di lavoro si riassume per ora nei **trend salariali in costante accelerazione**. Le misure dei salari corrette per la variazione settoriale degli occupati mostrano aumenti vicini a 6-7% a/a (Figg. 2 e 12), con una significativa inerzia. Come mostra la Figura 12, i salari reali per ora reggono di fronte allo shock inflazionistico e proteggono la crescita dei consumi nonostante rialzi dei prezzi al consumo sui massimi da 40 anni. Fra l'altro, la tenuta del reddito reale delle famiglie è un fattore che permetterà alla Fed di procedere con un **sentiero aggressivo di rimozione dello stimolo monetario con timori limitati di eccessivo rallentamento della crescita nei prossimi trimestri**.

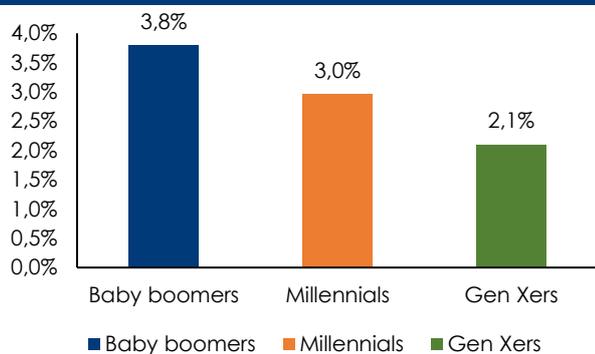
⁴ J. Hotchkiss, Will wage growth alone get workers back into the labor market? Not likely, Policy Hub, Atlanta Fed, febbraio 2022

Immigrazione ferma

Non tutte le coorti rispondono in modo uguale agli aumenti salariali

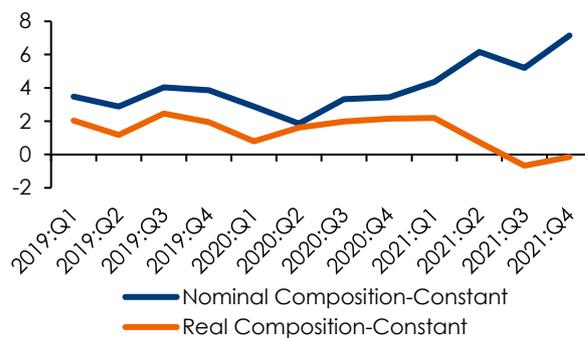
Tutte le strade portano a salari più alti

Fig. 11 – Elasticità della partecipazione di fronte ad aumenti salariali per coorte



Fonte: Atlanta Fed

Fig. 12 – Salari nominali e reali corretti per la composizione della nuova occupazione



Fonte: Dallas Fed

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 |
|---------------|-------|---------------------------------|