Focus Stati Uniti

Il mercato del lavoro è davvero caldo?

19 gennaio 2023

Il mercato del lavoro è diventato ufficialmente la bussola della politica monetaria. Integrando le informazioni "standard" con altre misure meno popolari ma più affidabili in fase di svolta ciclica, la riduzione degli squilibri sul mercato appare già ben avviata.

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

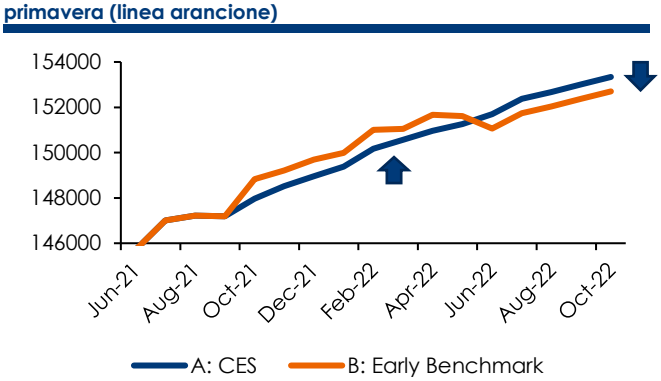
Giovanna Mossetti
Economista - USA e Giappone

La Fed ha indicato due criteri-guida per il sentiero dei tassi nel 2023: la riduzione delle pressioni sul mercato del lavoro e un rallentamento "convincente" dell'inflazione dei servizi core ex-abitazione. Il secondo criterio è comunque in gran parte un derivato del primo, dato che i salari dei servizi ex-abitazione sono la principale determinante dei prezzi in tali comparti.

Lo stato del mercato del lavoro non è misurabile con un singolo indicatore ma, secondo la Fed, riflette valutazioni di un ampio insieme di indicatori relativi alla domanda e all'offerta. La mancata ripresa della partecipazione delle coorti più anziane è ormai un fenomeno strutturale della fase post-pandemica. Pertanto, il radar è puntato sull'**evoluzione della domanda di lavoro e sull'andamento dei salari**, che riflettono l'entità degli squilibri sul mercato e rispondono con ritardi "lunghi e variabili" ai rialzi dei tassi. I principali indicatori in uso perdono la loro affidabilità nelle fasi di svolta ciclica, in particolare i **nonfarm payroll e i salari orari**.

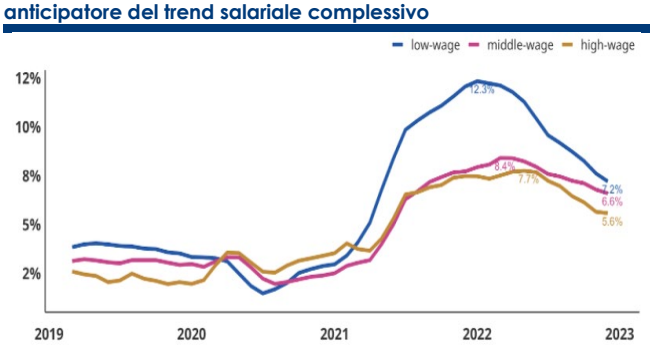
La rapidità con cui il BLS pubblica i dati degli occupati rilevati con l'Establishment Survey è ottenuta grazie a due elementi: 1) i dati sono raccolti su un campione pari a solo il 6% delle imprese totali e 2) la situazione di "nascita o morte" delle imprese è stimata con un modello che prevede quante continuano a operare. **Nelle fasi di svolta ciclica, i dati tempestivi dei nonfarm payroll sottostimano ampiamente i dati definitivi** dei benchmark misurati su base annuale. Altre misure di occupazione, domanda di lavoro e andamento delle retribuzioni restituiscono una "temperatura" del mercato del lavoro meno calda rispetto a quanto emerga dai dati tradizionali. Il quadro è coerente, a nostro avviso, con la previsione di **un rialzo dei tassi di 25pb sia a febbraio, sia a marzo, e di un punto di arrivo dei fed funds al 5%.**

La crescita occupazionale (linea blu) appare relativamente costante per gran parte del 2022, ma la realtà, dopo le revisioni, sarà diversa: molta più crescita a inizio anno, stagnazione dopo la primavera (linea arancione)



Nota: occupazione totale, dati in migliaia. La Federal Reserve Bank of Philadelphia produce stime trimestrali di "**early benchmark**" dell'occupazione statale mensile per tutti gli Stati e D.C., incorporando le stime occupazionali più complete e accurate rilasciate dal Censimento trimestrale dell'occupazione e dei salari (QCEW) del BLS, a integrazione dei dati campionari del Current Employment Statistics (CES) del BLS, che vengono pubblicati mensilmente e tempestivamente. Nei due anni successivi, i dati del CES vengono rivisti con una metodologia simile.
Fonte: BLS, Philadelphia Fed

La dinamica salariale rimane elevata, ma sta rallentando rapidamente dai picchi del 2022: l'Indeed Wage Tracker rileva le retribuzioni offerte per nuove posizioni ed è un indicatore anticipatore del trend salariale complessivo



Nota: l'Indeed Wage Tracker è un indicatore della crescita delle retribuzioni basato sui salari e gli stipendi pubblicati negli annunci di lavoro di Indeed. I settori con salari più bassi continuano a registrare un calo della crescita salariale più marcato rispetto agli altri settori, ma stanno rallentando più velocemente. La crescita complessiva dei salari è diminuita di 0,2 punti percentuali da novembre a dicembre, ma è scesa di 0,4 punti per le categorie con salari più bassi. A fronte di un calo di 0,2 punti percentuali per le categorie con salario medio e di stagnazione per il gruppo con salari elevati. Fonte: Indeed

Tutto quello che non avete mai osato chiedere sul mercato del lavoro USA

La Fed usa il mercato del lavoro come bussola per i tassi: dove sta puntando?

La politica monetaria è in territorio restrittivo, con l'obiettivo di riportare sotto controllo inflazione e salari, ma notoriamente agisce con ritardi lunghi e variabili, in particolare sul mercato del lavoro. Gli effetti degli interventi già attuati si sono trasferiti solo parzialmente sull'economia e la Fed sa di dover navigare a vista nel decidere quando fermare i rialzi dei tassi e per quanto tempo mantenerli su livelli restrittivi. L'inflazione ha probabilmente toccato il picco, ma la sua discesa verso il 2% dipenderà in misura cruciale dall'evoluzione del costo del lavoro nei servizi ex-abitazione. Per questo, **il mercato del lavoro è ora l'elemento centrale per la determinazione della politica monetaria e per lo scenario macroeconomico del 2023-24.**

Dati di dicembre positivi: non fermarsi in superficie nei punti di svolta del ciclo

Il **mercato del lavoro appare ancora sotto pressione**, in base a tutti i principali indicatori: dinamica occupazionale elevata, tasso di disoccupazione sempre sotto il livello di più lungo termine, posizioni aperte su livelli record, salari in forte crescita (figg. 1-4). Negli ultimi mesi sono comparse indicazioni preliminari di svolta, ma permangono segnali di persistente squilibrio fra domanda e offerta, coerenti con una possibile spirale salari/prezzi, che vengono citati regolarmente dalla Fed per giustificare il proseguimento dei rialzi e il mantenimento di una stance hawkish.

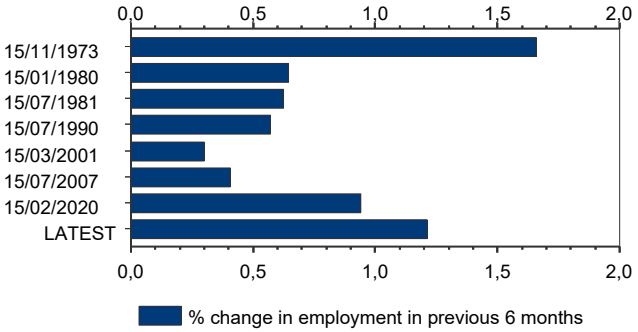
Nel 2022, la variazione mensile media degli occupati è stata pari a 375 mila, le posizioni aperte misurate dalla Jobs and Labor Turnover Survey sono su livelli storicamente elevati (10,4 mln a novembre, contro una media intorno a 7 mln nel 2018-19), anche se in calo dal picco della primavera (11,7 mln). Il rapporto fra posizioni aperte e disoccupati, a 1,7 a novembre, era ancora indice di un ampio eccesso di domanda. L'employment report di dicembre non ha modificato il quadro di più che piena occupazione (v. tab. 1). Tuttavia, leggendo fra le righe e integrandole con fonti diverse, le indicazioni sono meno univoche. Nei paragrafi che seguono mettiamo in evidenza un insieme di tessere, tipicamente fuori dai riflettori, ma rilevanti per completare il mosaico del mercato del lavoro in questa svolta ciclica anomala anche per via della coda della pandemia.

Tab. 1 – I dati del mercato del lavoro sono difficili da leggere nelle fasi di svolta ciclica

actual changes ('000)	Dec. (1 m)	Cumulated Mar.-Dec.	Cumulated May-Dec.
Nonfarm payrolls	223	2887	**2519**
Employment in household survey	717	916	**1262**
Labour force	439	665	688
Temporary help	-35	-85.9	**-97.4**
Unemployed	-278	-250	-257
Full time employees	-1	-288	**-444**
Part time (invol.)	**190**	-290	-439
% changes	**Dec.**	**Mar.**	**May**
Avg hourly earnings (m/m)	-0.3	0.5	0.4
Avg hourly earnings (y/y)	4.6	5.6	5.3
Avg weekly hrs (level)	34.3	34.6	34.6

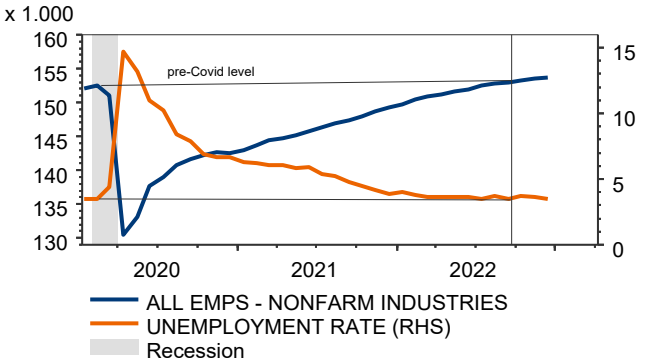
Fonte: Intesa Sanpaolo su dati BLS

Fig. 1 – Aumento dell'occupazione sei mesi prima delle recessioni



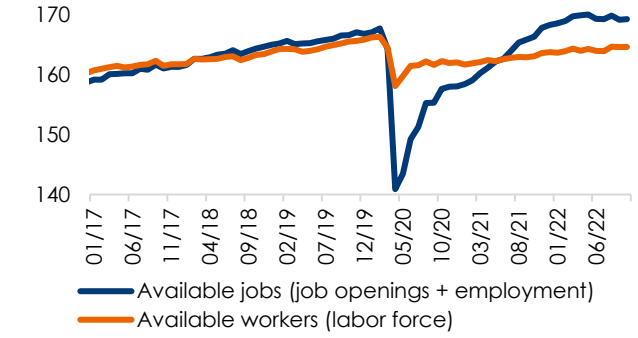
Fonte: Intesa Sanpaolo su dati BLS

Fig. 2 – L'occupazione ha superato i livelli pre-pandemici, anche se non in tutti i settori



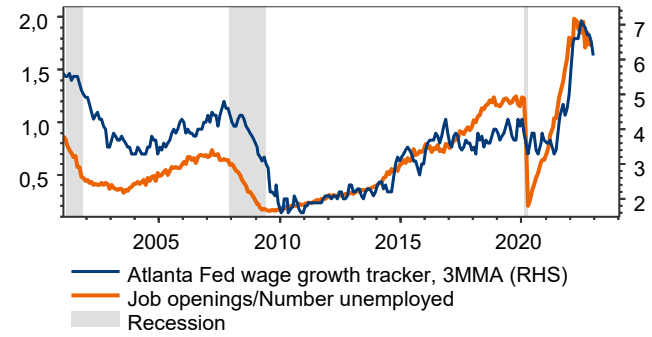
Fonte: BLS

Fig. 3 – Lo squilibrio fra domanda e offerta di lavoro sembra non accennare a diminuire



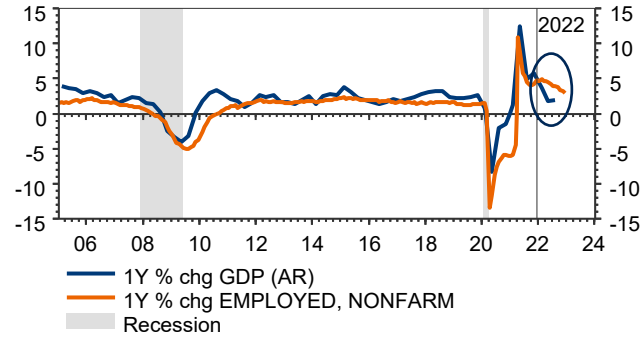
Nota: dati in milioni. Fonte: Census Bureau, Current Population Survey; Bureau of Labor Statistics, Job Openings and Labor Turnover Survey

Fig. 4 – L'eccesso di domanda di lavoro ha alimentato un boom salariale



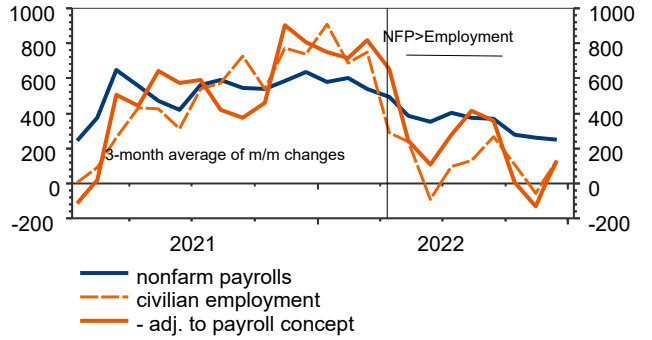
Fonte: Bureau of Labor Statistics, Job Openings and Labor Turnover Survey, Atlanta Fed

Fig. 5 – Perché le imprese hanno continuato ad assumere a ritmi rapidissimi mentre il PIL era in stallo?



Fonte: BEA, BLS

Fig. 6 – Le prime stime dei nonfarm payroll non sono affidabili nelle fasi di svolta ciclica



Fonte: BLS

Trend di crescita e occupazione a velocità sorprendentemente diverse

Un mercato del lavoro in costante tensione a fronte di una crescita pressoché stagnante da inizio 2022 rappresenta **un puzzle dell'anno appena concluso**. Il PIL reale nel 3° trimestre era solo marginalmente superiore (0,2%) rispetto a quello di fine 2021 e la media delle ore settimanali lavorate è calata costantemente da inizio 2022. A settembre, gli occupati erano in aumento di 3,8% a/a. **Perché le imprese hanno assunto tanti occupati**, con le ore lavorate in calo e a fronte

di una crescita del PIL così modesta (fig. 5)?

Una questione in parte settoriale…

In parte, la risposta dipende dagli **effetti ancora evidenti della pandemia**. Gli occupati rilevati dall'indagine presso le imprese hanno raggiunto il livello pre-pandemico ad agosto 2022 (Fig. 2) e lo superavano di 0,8% a dicembre. Disaggregando fra settori, a dicembre servizi privati e industria erano oltre i livelli pre-pandemici di circa 1%, ma inferiori di circa 1,5% nel settore pubblico e di più di 5% nel tempo libero/ospitalità. Tuttavia, anche tenendo conto delle peculiarità di alcuni segmenti del mercato del lavoro, la crescita dell'occupazione e le posizioni aperte appaiono più coerenti con una ripresa solida in corso che con una fase di quasi-stagnazione del PIL.

…ma c'è qualcosa di più fondamentale: i NFP non sono affidabili nelle fasi di svolta ciclica

Una spiegazione possibile di questo puzzle sta nella **provvisorietà dei dati occupazionali e nella loro scarsa affidabilità nei punti di svolta ciclica**. Infatti, in realtà, **l'occupazione probabilmente è cresciuta molto meno** di quanto appaia dai dati dell'indagine presso le imprese. Diversi elementi puntano in questa direzione e il tempo dirà se raccontano effettivamente la vera storia del mercato del lavoro. Intanto, l'evidenza va letta con cautela e, a nostro avviso, questo è il motivo per cui il FOMC si sta spostando verso un ritmo di rialzi più moderato e dipendente dai dati.

Due indagini, due sentieri

- L'occupazione misurata con **l'indagine presso le famiglie** (household survey, HS) dà un quadro diverso da quello dei nonfarm payrolls (NFP, rilevati dall'Establishment Survey, ES) (Fig. 6 e tab. 1). Fra maggio e dicembre 2022, la creazione di posti misurata con i NFP eccede di circa 1,2 mln quella rilevata dalla HS. In base a questa seconda misura, la crescita dell'occupazione è stata pari a circa la metà rispetto a quella misurata con l'ES. Una dinamica più contenuta dell'occupazione è più in linea con il rallentamento del trend dei salari in atto da metà 2022, segnalato anche dalle recenti revisioni pubblicate con l'employment report di dicembre.

Occupati a tempo pieno in calo, individui con più di una occupazione in aumento

- Il quadro occupazionale può essere stato migliorato artificialmente dal **calo del numero di occupati a tempo pieno** (-444 mila fra maggio e dicembre), e dal contemporaneo aumento, nello stesso periodo, del numero di individui con più di un lavoro, pari a poco meno di 500 mila. Circa 200 mila di questi sono individui la cui occupazione principale è a tempo pieno.

Attenzione! La "stima" dei NFP non è solo il prodotto di una raccolta di dati, ma include un "modello" che prevede quante imprese sono attive

- L'elemento che mette davvero in discussione i segnali dei NFP e mina la valutazione solida del mercato del lavoro nel 2022 viene però dalle informazioni sulle **probabili future revisioni dell'occupazione**. Questo punto richiede un breve excursus sulla rilevazione dei dati e sulla metodologia dell'ES.
  - I **dati mensili raccolti con l'indagine presso le imprese sono preliminari e basati su un piccolo sottoinsieme delle imprese censite**, pari a circa il 6% del totale. A marzo di ogni anno, i dati della Current Employment Statistics (CES) vengono rivisti alla luce delle informazioni aggiornate su base trimestrale con il programma Quarterly Census of Employment and Wages (QCEW), oltre che di nuove correzioni stagionali e altri aggiustamenti, con effetti rilevanti sui sette trimestri precedenti. I dati del CES verranno perciò aggiornati definitivamente a marzo 2024, sulla base della "benchmark revision" che verrà pubblicata a marzo 2023. Il QCEW, aggiornato trimestralmente a livello statale, copre invece 11 mln di imprese, pari al 95% del totale e, quindi, ha un potere descrittivo significativamente maggiore rispetto ai dati mensili della ES, basata su un insieme di 131 mila imprese rappresentativo di un campione di 670 mila.
  - La discrepanza fra le prime stime dei NFP e quelle definitive è generalmente modesta nel corso del ciclo economico, ma si amplia, con un bias unilaterale, nelle fasi di svolta ciclica per via della **sovrapposizione di una stima basata su un modello alla stima basata su una raccolta di dati da un campione**.

    Infatti, i dati del CES includono regolarmente una **correzione basata sul "Net Birth-Death Model"** (NBDM), che stima autonomamente un fattore collegato al numero di aziende attive. In sostanza, il modello è costruito per neutralizzare i problemi di stima causati dal fatto che la raccolta dati non sa valutare se la mancata risposta da parte di un'azienda

censita sia dovuta alla "morte" dell'azienda o a una sua mancata risposta all'indagine. Nelle fasi pre-recessive, il NBDM porta a una regolare sovrastima dei nuovi occupati, che viene poi corretta negli anni successivi grazie alle revisioni dei benchmark e all'adeguamento del campione delle imprese.

- La Philadelphia Fed ha da poco iniziato a pubblicare un **aggiornamento trimestrale** (early benchmark revision, EBR) dei dati dell'ES basato sul QCEW. In base ai dati a livello statale del QCEW, nel 3° trimestre 2022 sono stati creati 10500 posti (crescita nulla), contro stime di 1,121 mln (+3%) ottenute dalla somma delle variazioni statali e di 1,047 mln (+2,8%) della stima nazionale del CES. Per i periodi precedenti, le EBR della Philadelphia Fed vedono una crescita degli occupati significativamente maggiore rispetto a quella del CES nel 4° trimestre 2021 (prima della svolta della Fed). La previsione è quindi che con la benchmark revision di marzo 2023 si rilevi un sentiero diverso da quello che emerge dai dati ufficiali ora disponibili, con una stagnazione nel 2022 più in linea con la crescita in stallo dell'anno scorso e con un eccesso di domanda più contenuto. **La revisione "definitiva" dei NFP avverrà però solo a marzo 2024, con i successivi aggiornamenti**. I verbali del FOMC hanno citato i risultati della EBR pubblicata dalla Philadelphia Fed come un elemento rilevante per l'incertezza del quadro del mercato del lavoro.

Un aggiornamento basato su un campione quasi completo delle imprese mostra una stagnazione degli occupati nel 3° trimestre

- Dal lato della **domanda** prospettica, le **posizioni aperte proseguono sul trend in calo**, pur restando su livelli ancora storicamente elevati. L'**Indeed Job Postings Index**, aggiornato giornalmente e pubblicato settimanalmente, mostra un calo della variazione annua a -9,9% a gennaio 2023, in calo ininterrotto da inizio 2022, con variazioni mensili che oscillano intorno a zero dalla primavera scorsa. Disaggregando la dinamica a livello settoriale, si riscontra una crescita negativa delle posizioni aperte anche nei settori più "caldi" (ospitalità, ristorazione, ricreazione) a partire dall'estate, oltre che nella maggior parte degli altri settori produttivi, sia per i beni sia per i servizi.

Posizioni aperte: più di una misura, tutte in calo

La **Job and Labor Turnover Survey (JOLTS)** riporta dati poco variati per le posizioni aperte, le assunzioni e le dimissioni a novembre. Posizioni aperte e assunzioni segnano modeste correzioni, mentre le dimissioni sono in marginale aumento, anche se sempre su un trend verso il basso dai picchi della primavera. Una misura tipicamente utilizzata per giudicare lo stato del mercato del lavoro è il rapporto V/U fra posizioni aperte rilevate dalla JOLTS (vacancies) e disoccupati (unemployed), che a novembre era ancora pari a 1,7, ben al di sopra del livello pre-pandemico intorno a 1,4 e della media storica degli ulti 20 anni a 0,7 (Fig. 4). Un'analisi della St Louis Fed[1] suggerisce che V/U potrebbe sovrastimare l'eccesso di domanda in una fase come quella attuale in cui non sono solo i disoccupati a cercare lavoro, ma anche individui con un impiego in cui restano fino a quando non trovano un'alternativa migliore. In questa ottica il denominatore del rapporto V/U dovrebbe includere anche gli individui che transitano da un'occupazione a un'altra in ciascun mese. Estendendo la definizione di "cercatori di occupazione" con i dati dei flussi di lavoro "da occupato a occupato", si osserva che l'eccesso di domanda appare più contenuto, con un rapporto solo di poco superiore all'unità.

- Sul fronte dei **licenziamenti**, nel 2022 gli annunci rilevati dal Challenger Report mostrano un aumento complessivo del 13%, con picchi particolarmente marcati per settore immobiliare, tecnologia, costruzioni, finanza, ricreazione e auto. Nella seconda metà del 2022, gli annunci di licenziamenti sono stati circa il doppio rispetto a quelli del secondo semestre 2021.

Annunci di licenziamenti in accelerazione

- **L'offerta di lavoro** rimane frenata da un cambiamento strutturale seguito alla pandemia, con il mancato recupero della partecipazione delle coorti più anziane, oltre i 55 anni, e il congelamento dei flussi di immigrazione. Pertanto, anche un significativo rallentamento delle posizioni aperte e più in generale della domanda rende probabile un rialzo contenuto della disoccupazione (Fig. 10).

L'offerta di lavoro è ora strutturalmente rigida e implica un rialzo contenuto della disoccupazione

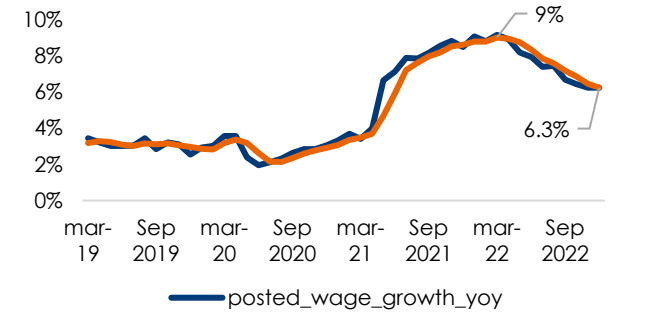
[1] D. Andolfatto, S. Birinci, Is the Labor Market as Tight as It Seems?,St Louis Fed, giugno 2022.

La dinamica salariale appare coerente con un ritorno dell'inflazione verso il 2% nel 2024

- Per quanto riguarda i **salari,** i dati tempestivi non sono accurati, mentre i dati accurati sono ritardati. I dati tempestivi, cioè i salari orari, hanno dato indicazioni meno preoccupanti per l'inflazione con le revisioni viste nell'employment report di dicembre, tuttavia le informazioni possono essere fuorvianti perché non tengono conto dei cambiamenti della composizione occupazionale.
  - **L'Atlanta Fed Wage Tracker,** ancora fermo a novembre, è una media mobile a tre mesi della variazione annua dei salari pesati per la composizione: il trend è in calo, ma il ritmo di crescita è ancora elevato (6,1% a/a).
  - **L'Indeed Wage Tracker** è un'altra misura accurata dei salari, pesata per la variazione della composizione dei posti, anche tempestiva. L'ultimo dato disponibile, relativo a dicembre, è una variazione di 6,3% a/a, uguale alla variazione a/a della media a 3 mesi, dal picco di 9% a/a di marzo. Indeed evidenzia che vi è una decelerazione marcata e diffusa all'80% delle categorie occupazionali (1 anno fa il 90% delle categorie aveva salari in accelerazione). Inoltre, i settori che hanno registrato la crescita più rapida nel 2021 ora hanno rallentamenti più marcati. La variazione annua della media a 3 mesi sta convergendo rapidamente verso il basso in tutta la distribuzione: settori con salari bassi, picco a 12,3%, ora a 7,2%, settori con salari medi, picco a 8,4%, ora a 6,6%, settori con salari alti, picco a 7,7%, ora a 5,6%.

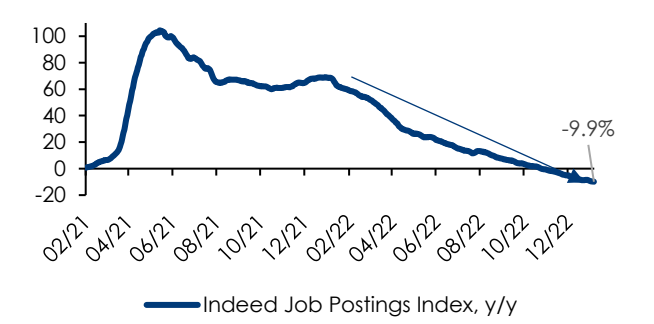
    Per costruzione, l'indice Indeed dà informazioni sui salari dei nuovi occupati, e rappresenta un segnale anticipatore per la dinamica salariale complessiva, che segue con un ritardo di circa 3 mesi. In base al trend attuale, l'indice dovrebbe tornare sui ritmi pre-pandemici intorno a fine 2023, facendo prevedere una convergenza del sentiero per i contratti esistenti coerente con un'inflazione al 2% nella prima parte del 2024.

Fig. 7 – La dinamica salariale è sempre elevata, ma sta rallentando rapidamente in tutti i settori



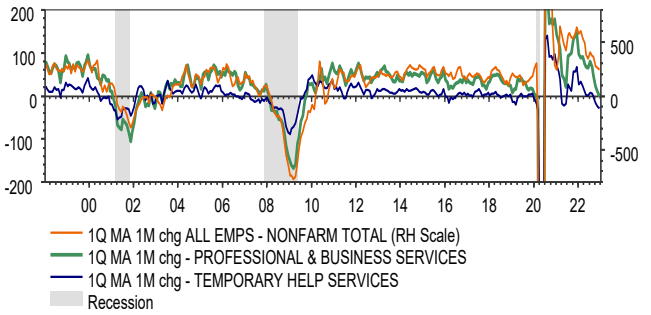
Fonte: Indeed

Fig. 8 – La riduzione delle posizioni aperte è iniziata con la svolta della politica monetaria e prosegue a ritmi serrati



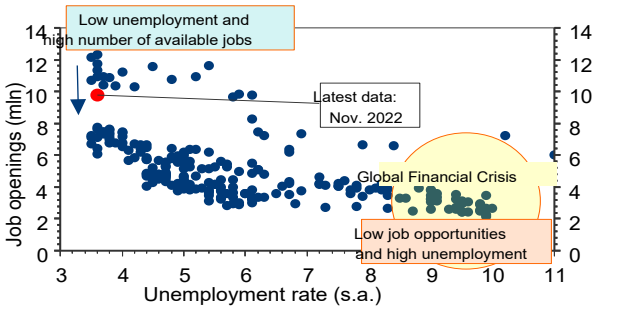
Fonte: Indeed

Fig. 9 – Gli occupati temporanei sono in calo dall'autunno: un segnale anticipatore per il trend dell'occupazione e le previsioni di recessione



Fonte: BLS

Fig. 10 – La curva di Beveridge potrebbe tornare a essere simile a quella pre-pandemica, con indicazioni di rialzo contenuto della disoccupazione anche in caso di recessione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BLS

In conclusione, unendo le informazioni derivanti dalle EBR della Philadelphia Fed, dall'occupazione rilevata dalla HS, dal trend delle posizioni aperte, dai trend delle misure anticipatrici della crescita salariale, si conclude che **la domanda di lavoro è probabilmente meno solida rispetto a quanto appaia dai NFP e potrebbe essere già coerente con un ritorno dell'inflazione verso il 2% nel 2024.** Considerando anche le indicazioni negative delle indagini e il forte calo del risparmio delle famiglie, l'economia americana appare indirizzata verso una probabile recessione che prevediamo possa iniziare nel secondo trimestre ed essere relativamente moderata.

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 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo 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.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – 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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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

Macroeconomic Analysis	
Luca Mezzomo (Responsabile)	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Macroeconomic Research	
Paolo Mameli (Responsabile)	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Lorenzo Biagioli	lorenzo.biagioli@intesasanpaolo.com
Aniello Dell'Anno	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	andrea.volpi@intesasanpaolo.com
International Research Network	
Economista - Asia ex Giappone	
Silvia Guizzo	silvia.guizzo@intesasanpaolo.com